

CTCP GIỐNG BÒ SỮA MỘC CHÂU

[Thực phẩm và đồ uống]

Bloomberg Code (MCM VN) | Reuters Code (MCM.HM)

MUA

Báo cáo lần đầu

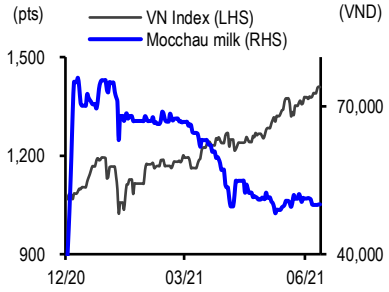
Giá mục tiêu (6 tháng)	**VND62,500**
Giá hiện tại (06/30/2021)	VND50,100
Suất sinh lời (%)	+24.8



[Analyst]

An Nguyen
☎ (84-28) 6299-8023
✉ an.ntn@shinhan.com

VNINDEX			1,409
UPCOMINDEX			90.3
Vốn hóa (tỷ VND)			5,511
SLCP lưu hành (triệu CP)			110
Tự do giao dịch (triệu CP)			110
52-tuần cao/thấp (VND)			81,193/40,500
KLGD bình quân 60 ngày			25,486
GTGD bình quân 60 ngày (tỷ VND)			1.7
Sở hữu nước ngoài (%)			100
Cổ đông lớn (%)		Vilico	32.5
		GTN Foods	26.8
Biến động giá	3M	6M	12M
Tuyệt đối (%)	(21)	(31)	-
Tương đối (%)	(39)	(58)	-



Shinhan Securities

CAO NGUYÊN MÀU MỠ

Khuyến nghị lần đầu với đánh giá MUA, giá mục tiêu VND62,500

Chúng tôi lần đầu định giá CTCP Giống Bò Sữa Mộc Châu hay Mocchau Milk (MCM VN) với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu là 62,500 đồng, dựa vào phương pháp định giá dòng tiền (DCF). Với mức giá mục tiêu tại 62,500 đồng tương ứng với mức 2021F PBR là 3.1x, đây là mức định giá tương đối hấp dẫn so với tiềm năng chưa được khai thác của công ty. Chúng tôi tin rằng Mocchau Milk sẽ thành công trong việc triển khai các dự án 1) tăng độ bao phủ của thương hiệu "Mộc Châu Milk"; 2) nâng cấp công suất sản xuất; và 3) phát triển sản phẩm cao cấp. Kết quả, doanh thu của công ty sẽ tăng trưởng ở mức hai chữ số trong giai đoạn 2021-25, đưa tới một xu hướng tăng tương ứng trong lợi nhuận.

Khai thác hiệu quả lợi thế năng lực cạnh tranh trong tương lai

Mocchau Milk đang thay đổi tích cực sau thương vụ mua bán của Vinamilk năm 2020. Cụ thể, công ty sẽ khai thác hiệu quả lợi thế năng lực cạnh tranh, bao gồm: 1) vùng chăn nuôi cao nguyên ôn đới Mộc Châu; và 2) vị trí địa lý thuận lợi để tiếp cận khách hàng khu vực phía Bắc Việt Nam. Chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ giúp công ty mở rộng thị phần tương lai.

Nâng cao năng lực cạnh tranh nhờ hỗ trợ từ Vinamilk

Vinamilk đang hỗ trợ Mocchau Milk cải thiện năng lực cạnh tranh trên ba phương diện chính. Thứ nhất, Mocchau Milk tăng độ bao phủ của thương hiệu "Mộc Châu Milk" thông qua tích hợp sản phẩm của MCM vào hệ thống phân phối lớn nhất Việt Nam của Vinamilk. Thứ hai, Mocchau Milk có thể gia tăng lợi thế kinh tế nhờ quy mô thông qua các nguồn lực từ Vinamilk. Thứ ba, Mocchau Milk cải thiện được hiệu quả quảng bá sản phẩm MCM song song với tăng số lượng SKUs mỗi năm nhờ được Vinamilk chuyển giao kinh nghiệm phát triển sản phẩm.

Bước vào giai đoạn tăng trưởng nhờ tăng quy mô sản xuất

Giai đoạn 2020-25 được kỳ vọng là giai đoạn tăng trưởng của Mocchau Milk dựa trên ba nguyên nhân. Đầu tiên, công suất sản xuất tăng lên đáp ứng kịp thời với việc tăng độ phủ, thông qua nâng cấp dây chuyền hiện tại và xây nhà máy mới. Tiếp theo, nguồn sữa nguyên liệu và tỷ lệ tự chủ sữa nguyên liệu tăng lên giúp tiết kiệm chi phí bình quân, nhờ tăng số hộ chăn nuôi và trang trại 4.0 đưa vào hoạt động. Cuối cùng, mở rộng phân khúc khách hàng nhờ sự đóng góp của sản phẩm cao cấp thông qua phát triển đàn bò organic.

Năm	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Doanh thu (tỷ VND)	**2,558**	**2,823**	**3,132**	**3,530**	**4,020**
LN HĐKD (tỷ VND)	141	262	274	307	367
LNST (tỷ VND)	**167**	**281**	**312**	**350**	**378**
EPS (đồng)	2,309	3,773	2,545	2,860	3,085
BPS (đồng)	10,879	13,651	19,966	20,334	20,731
Biên LN HĐKD (%)	5.5	9.3	8.7	8.7	9.1
Biên LNST (%)	6.5	9.9	10.0	9.9	9.4
ROE (%)	**22.3**	**34.3**	**20.1**	**15.8**	**16.7**
PER (x)	21.7	13.3	19.7	17.5	16.2
PBR (x)	4.6	3.7	2.5	2.5	2.4
EV/EBITDA (x)	17.4	10.7	16.7	14.2	9.1

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. , or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

MỤC LỤC

3 **Định giá và khuyến nghị**

5 **Quan điểm đầu tư**

9 **Dự phóng doanh thu**

10 **Tổng quan doanh nghiệp**

11 **Phụ lục: Báo cáo tài chính và dữ liệu liên quan**

Định giá và khuyến nghị

Khuyến nghị lần đầu với đánh giá MUA dựa trên mức giá mục tiêu VND62,500

Chúng tôi lần đầu định giá CTCP Giống Bò Sữa Mộc Châu hay Mocchau Milk (MCM VN) với khuyến nghị MUA dựa vào giá mục tiêu là 62,500 đồng (tương ứng với tỷ suất lợi nhuận +24.8%) so với thị giá 50,100 đồng vào ngày 30/06/2021. Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên:

- Doanh số bán hàng tăng với tốc độ CAGR 13.6% trong giai đoạn 2020-25F, cao hơn 2016-19 CAGR 3.9%, nhờ vào: 1) tăng độ bao phủ nhờ tích hợp sản phẩm Mocchau Milk vào hệ thống phân phối của Vinamilk; 2) nâng cấp công suất của nhà máy hiện tại lên thêm +40% trong giai đoạn 2021-22; và 3) đưa nhà máy mới có công suất gấp hai lần nhà máy hiện tại vào hoạt động năm 2025.
- Biên lợi nhuận của Mocchau Milk sẽ chuyển biến tích cực hơn kể từ năm 2024 sau khi duy trì một xu hướng ổn định giai đoạn 2021-23. Biên lợi nhuận ròng được kỳ vọng sẽ tăng lên 10.2% năm 2025 từ mức trung bình 9.7% giai đoạn 2021-23. Mocchau Milk sẽ đưa trang trại bò sữa 4.0 vào hoạt động kể từ năm 2023, nhờ đó: 1) tỷ lệ tự chủ sữa nguyên liệu của công ty tăng lên 16% năm 2025 (2020: 7.7%); và 2) phát triển đàn bò organic tạo điều kiện để phát triển phân khúc cao cấp, đa dạng hoá danh mục sản phẩm và tăng giá bán bình quân (ASP).

Định giá

Theo quan điểm của chúng tôi, phương pháp định giá theo chiết khấu dòng tiền (DCF) là phù hợp với Mocchau Milk. Lý do, phương pháp này có thể phản ánh được sự biến động trong thu nhập và dòng tiền của doanh nghiệp trong bối cảnh công ty sẽ tiếp tục chi tiêu đầu tư nhiều hơn để mở rộng quy mô và hoạt động sản xuất kinh doanh trong 5 năm tới. Giá mục tiêu theo phương pháp DCF của chúng tôi là 62,500 đồng, tương ứng với PBR dự phóng năm 2021 là 3.1 lần, tương đương với mức PBR bình quân giai đoạn 6 tháng.

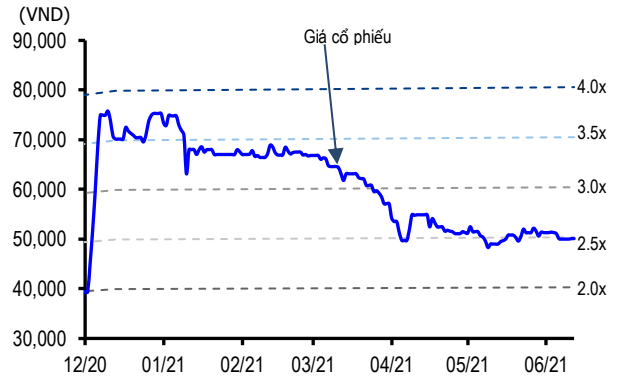
Định giá DCF của Mocchau Milk

(Đơn vị: tỷ VND)	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Doanh thu thuần	3,132	3,530	4,020	4,601	5,338
EBIT	274	307	367	522	649
Trừ: Thuế	51	57	62	74	89
Cộng: Khấu hao	57	81	236	302	322
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	66	(78)	48	(91)	49
Trừ: Vốn đầu tư	(216)	(503)	(1,286)	(661)	(203)
Dòng tiền tự do (FCFF)	219	(149)	(624)	22	726
Tỷ lệ chiết khấu	0.96	0.88	0.81	0.75	0.69
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	210	(131)	(505)	16	498
Tổng giá trị hiện tại	88				
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (%)	1.0				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	6,572				
Giá trị vốn chủ sở hữu	**6,871**				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	110				
Giá mục tiêu (VND)	**62,500**				
Giá thị trường (Jun 30th)	50,100				
Tỷ suất sinh lời (%)	24.8				

Tính toán chi phí vốn bình quân gia quyền (WACC)		Chú thích
WACC (%)	8.7	
Lãi suất phi rủi ro (%)	1.2	Lợi suất trái phiếu chính phủ 5 năm
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	8.2	
Beta	0.91	Beta 5 tháng kể từ khi niêm yết ngày 18/12/2020
Chi phí sử dụng vốn (%)	8.7	
Tỷ lệ vốn (%)	100	
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VND)	5,500	

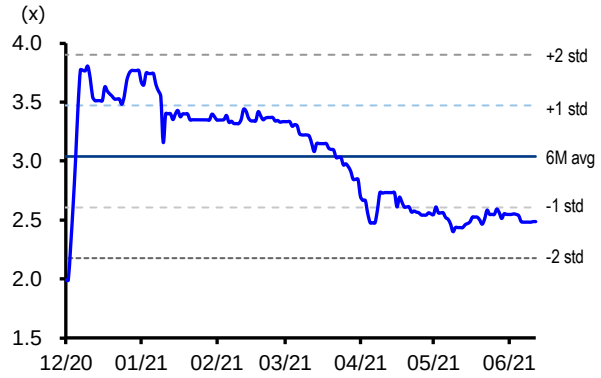
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Mocchau Milk- 12M PBR dự phóng



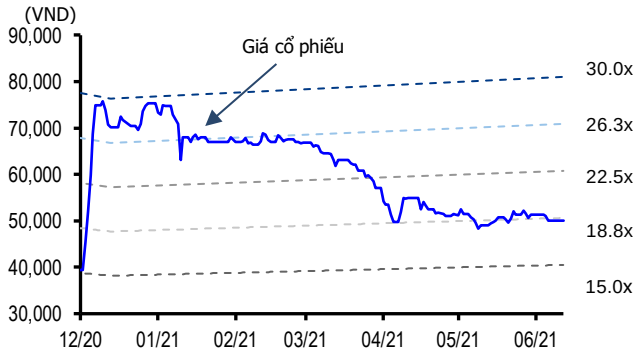
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam.

Biểu đồ PBR của Mocchau Milk



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam.

Mocchau Milk- 12M PER dự phóng



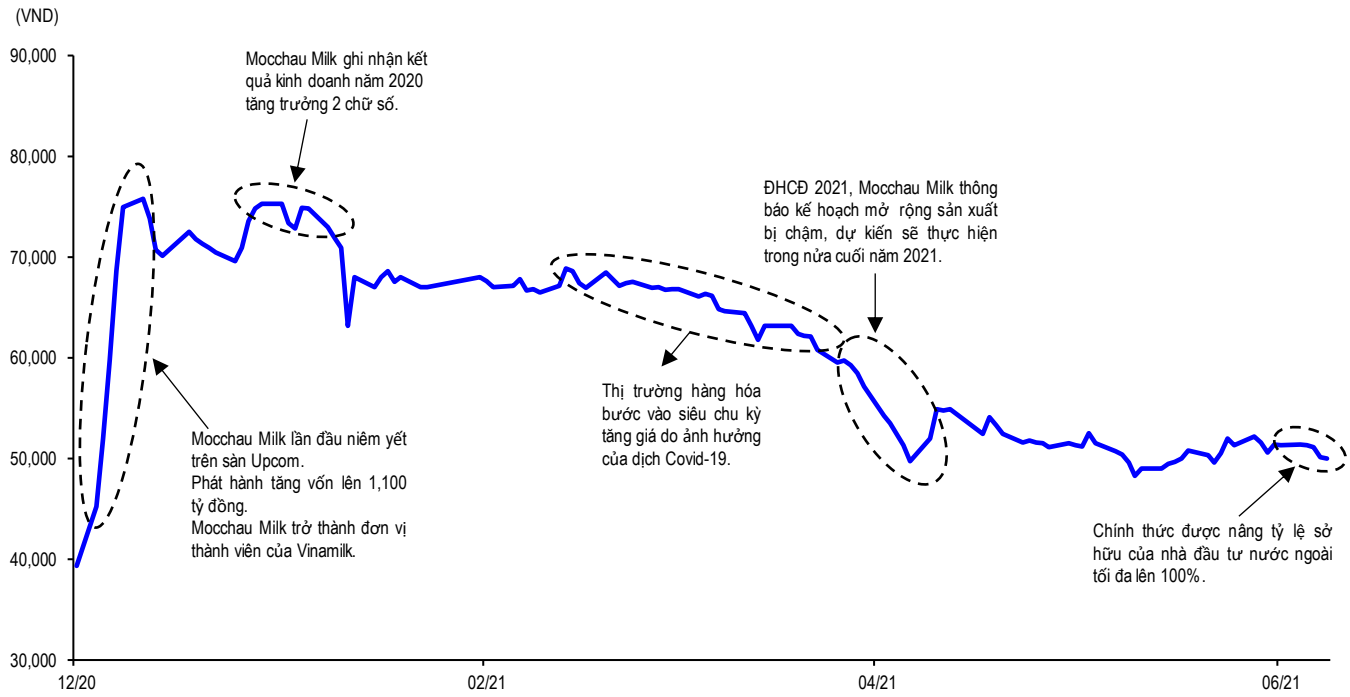
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam.

Biểu đồ PER của Mocchau Milk



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam.

Các sự kiện quan trọng của Mocchau Milk (2020-2021)



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam.

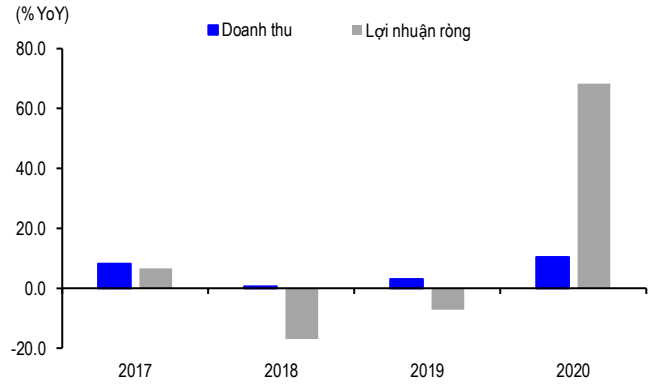
Quan Điểm Đầu Tư

Khai thác hiệu quả lợi thế cạnh tranh trong tương lai

CTCP Giống Bò Sữa Mộc Châu (MCM VN, hay Mocchau Milk), doanh nghiệp sữa có thị phần lớn thứ tư Việt Nam chiếm 2.7% cả nước và 18% miền Bắc vào năm 2020. Mocchau Milk sở hữu hai lợi thế cạnh tranh tương lai mà chưa được khai thác hiệu quả. Vùng chăn nuôi của công ty toạ lạc ở cao nguyên Mộc Châu là một trong ba cao nguyên khí hậu ôn đới duy nhất ở Việt Nam (bên cạnh Ba Vì và Đà Lạt), thuận lợi nhất để vừa phát triển đàn bò sữa quy mô lớn với chất lượng sữa nguyên liệu được đảm bảo. Vị trí địa lý thuận lợi để tiếp cận thị trường khu vực phía Bắc Việt Nam (đặc biệt vùng nông thôn) hơn các đối thủ cùng phân khúc.

Trước thương vụ mua bán của Vinamilk (VNM VN, MUA, Giá mục tiêu: VND: 110,000) vào năm 2020, hiệu quả hoạt động của Mocchau Milk tương đối thấp hơn so với các doanh nghiệp cùng phân khúc. Khách hàng của công ty khá hạn hẹp, chỉ giới hạn ở một số tỉnh, thành phố miền Bắc, do thiếu kênh phân phối. Giai đoạn 2016-19, CAGR của doanh thu và lợi nhuận ròng của Mocchau Milk lần lượt là 3.9% và -6.4%. Tuy nhiên, Mocchau Milk đang thay đổi tích cực, với tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của năm 2020 lần lượt đạt +10.4% YoY và +68.3% YoY. Chúng tôi tin rằng Mocchau Milk sẽ tiếp tục phát huy lợi thế cạnh tranh và cải thiện kết quả kinh doanh nhờ sự hỗ trợ của Vinamilk.

Tăng trưởng của Mocchau Milk (2017 – 2020)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Mocchau Milk là thương hiệu sữa được chọn nhiều ở nông thôn

Vietnam FMCG Brand footprint 2020 (Dairy only)

CRPs (M)			CRPs (M)	
Urban (4 cities)	Score	Rank	Score	Rural
Vinamilk	47	1	135	Vinamilk
TH TrueMilk	13	2	62	Fami
Southern Star Milk	11	3	50	Ong Tho Milk
Milo	11	4	32	Milo
Ong Tho Milk	10	5	25	Southern Star Milk
Dutch Lady	7	6	20	Susu
Fami	5	7	20	TH TrueMilk
Yakult	4	8	19	Mocchau Milk
Susu	3	9	16	Dutch Lady
Probi	3	10	12	Nuti

(*) Blue font is Vinamilk's brand

Nguồn: Kantar World Panel, Shinhan Securities Vietnam / CRPs: Consumer Reach Points

Nâng cao năng lực cạnh tranh nhờ hỗ trợ từ Vinamilk

Mocchau Milk (MCM) đang nhận được sự hỗ trợ tích cực từ Vinamilk, thông qua: 1) dần tích hợp sản phẩm của MocChau Milk vào hệ thống phân phối Việt Nam của Vinamilk; 2) gia tăng lợi thế kinh tế nhờ quy mô; và 3) chuyển giao kinh nghiệm phát triển sản phẩm.

①Tăng độ bao phủ nhờ kết hợp với kênh phân phối của Vinamilk

Thương hiệu "Mộc Châu Milk" đang dần được cải thiện thông qua tích hợp sản phẩm vào hệ thống phân phối của Vinamilk, đây là một lợi thế tốt hơn so với các đối thủ cạnh tranh cùng phân khúc (ví dụ: Bavi Milk của IDP hay Dalat Milk của TH True Milk, những công ty có hệ thống phân phối nhỏ hơn). Thêm vào đó, chúng tôi kỳ vọng Mocchau Milk sẽ ưu tiên đẩy mạnh phân phối ở khu vực miền Bắc trong giai đoạn 2021-22, do vị trí sản xuất của công ty ở miền Bắc và cách Hà Nội dưới 200km. Chúng tôi tin rằng, Mocchau Milk sẽ thành công trong việc củng cố thị phần ở khu vực này trong 2 năm tới.

Kênh phân phối của Mocchau Milk (2020)

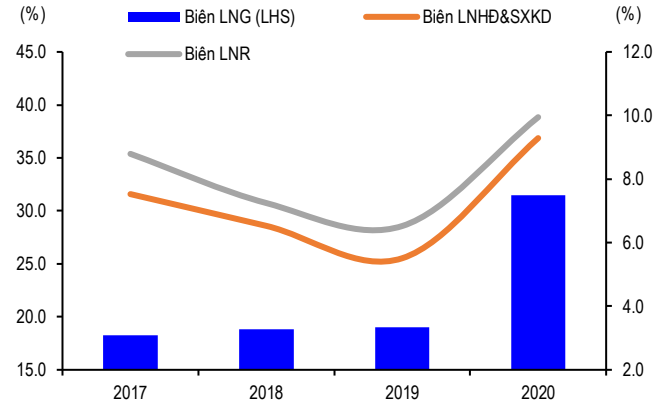
Kênh	Mộc Châu Milk	Ba Vì Milk	Dalat Milk
Cửa hàng tự chủ	28	Không có	Không có
Tổng điểm bán lẻ gộp với công ty mẹ	305,400	77	150,027

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

② Lợi nhuận cao hơn nhờ tận dụng lợi thế kinh tế nhờ quy mô.

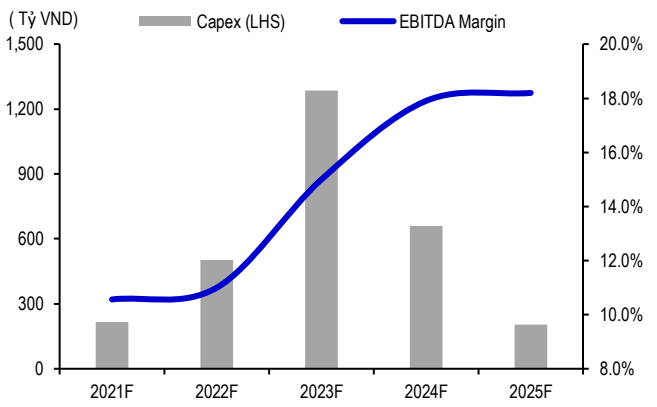
Mocchau Milk đang gia tăng lợi thế kinh tế nhờ quy mô, thông qua chuyên môn hoá hoạt động sản xuất và bán hàng, từ đó tăng doanh thu và giảm chi phí bình quân. Năm 2021, Mocchau Milk lần đầu tiên mở rộng nhà máy và trang trại kể từ khi cổ phần hoá vào năm 2005. Bên cạnh đó, công ty cũng giảm được chi phí bình quân nhờ hỗ trợ của Vinamilk, bao gồm mua hộ máy móc, thu mua nguyên liệu thô và tiết kiệm chi phí cho nhà phân phối. Chỉ số biên lợi nhuận của Mocchau Milk kể từ năm 2020 đã cải thiện mạnh hơn so với năm 2019. Chúng tôi tin rằng, lợi thế kinh tế nhờ quy mô sẽ giúp củng cố lợi nhuận tương lai của Mocchau Milk.

Biên lợi nhuận của Mocchau Milk (2017 – 2020)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tăng quy mô kinh doanh thúc đẩy tăng lợi nhuận (2021F– 2025F)

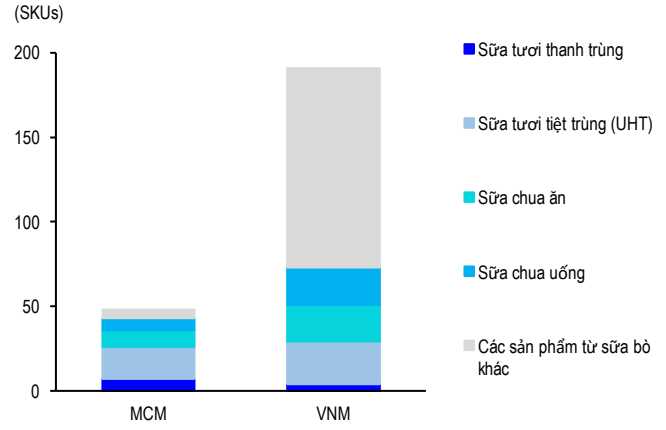


Nguồn: Dự liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

③ Tạo ra giá trị gia tăng cao hơn nhờ nhận chuyển giao kinh nghiệm phát triển sản phẩm từ Vinamilk.

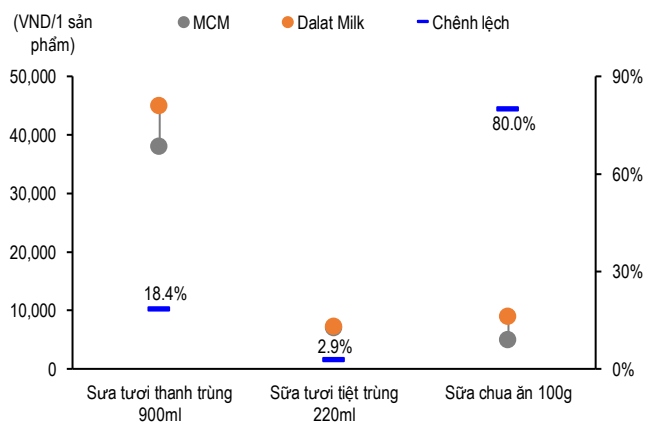
Hoạt động phát triển và quảng bá sản phẩm mới của Mocchau Milk sẽ được cải thiện nhờ kinh nghiệm từ Vinamilk. Chúng tôi cho rằng trong thời gian tới công ty sẽ gặt hái những kết quả tích cực như: 1) số lượng SKUs tăng lên mỗi năm từ con số khiêm tốn hiện tại (48 SKUs); 2) đầu tư trang trại công nghệ cao 4.0 nâng cao chất lượng sản phẩm và từ đó nâng cấp định vị thương hiệu "Mộc Châu Milk"; và 3) tăng độ nhận diện thương hiệu nhờ vào hiệu ứng marketing chuyên nghiệp (lần đầu tiên thương hiệu "Mộc Châu Milk" được biết đến nhiều trên kênh Youtube với từ khoá "Sữa tươi từ thiên đường bò sữa Mộc Châu" vào 1Q21). Từ đó, năng lực sản xuất của công ty có thể đáp ứng sản lượng bán hàng cao hơn và cải thiện biên độ giá bán của sản phẩm.

Cơ cấu sản phẩm từ sữa của Mocchau Milk và Vinamilk (2Q21)



Nguồn: www.giacmosuaviet.com.vn, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Chênh lệch giá bán giữa Mocchau Milk và Dalat Milk



Nguồn: www.dalatmilk.com, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

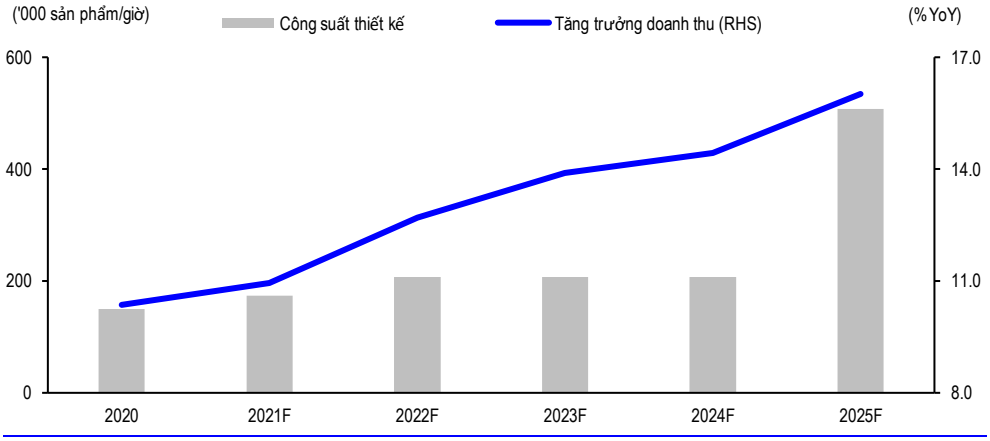
Bước vào giai đoạn tăng trưởng nhờ tăng quy mô sản xuất

Chúng tôi tin rằng giai đoạn 2020-25 là giai đoạn tăng trưởng của Mocchau Milk trong bối cảnh gia tăng quy mô sản xuất và hoàn thiện chuỗi giá trị, thông qua: 1) tăng công suất nhà máy tương ứng với mở rộng hệ thống phân phối và phát triển sản phẩm; 2) tăng nguồn sữa nguyên liệu đáp ứng nhu cầu sản xuất; và 3) đầu tư vào đàn bò organic để phát triển phân khúc sản phẩm sữa cao cấp.

① Đầu tư nâng cấp công suất sản xuất giúp đẩy mạnh sản lượng bán hàng

Mocchau Milk sẽ tăng đầu tư vốn (CAPEX) để mở rộng quy mô sản xuất trong 5 năm tới. Cụ thể, công ty dự kiến chi 130 tỷ đồng vào việc nâng cấp công suất dây chuyền sản xuất hiện tại lên ~40% trong năm 2022. Công ty cũng đang xin giấy phép xây dựng nhà máy sữa Mộc Châu mới để tiếp tục tăng công suất thiết kế lên gấp hai lần so với trước nâng cấp (từ 150,000 sản phẩm/giờ lên 300,000 sản phẩm/giờ) và dự kiến hoàn thành vào năm 2025. Công ty hiện đang hoạt động trung bình bằng 90% công suất thiết kế. Do đó, kế hoạch dài hạn này sẽ giúp Mocchau Milk đẩy mạnh được sản lượng bán hàng, đáp ứng kịp thời với kế hoạch tăng độ bao phủ và đa dạng hoá danh mục sản phẩm. Hơn nữa, chúng tôi kỳ vọng Mocchau Milk sẽ tiến vào thị trường miền Trung và Nam, cũng như xuất khẩu sang Trung Quốc sau khi hoàn thành kế hoạch mở rộng nhà máy sản xuất.

Công suất sản xuất thiết kế và tăng trưởng doanh thu của Mocchau Milk (2020 – 2025F)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

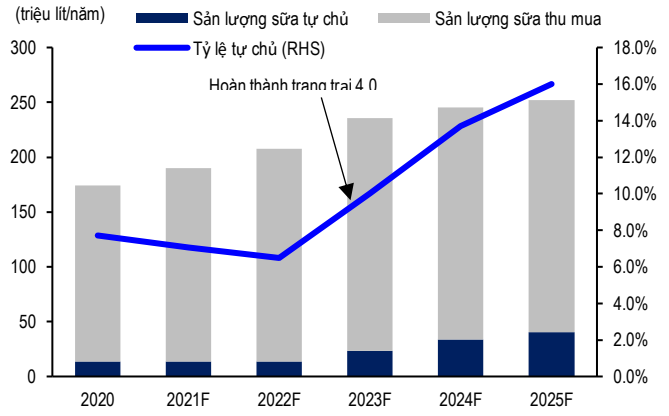
② Mở rộng quy mô đàn bò giúp tăng sản lượng sữa tươi nguyên liệu

Mocchau Milk dự định đưa trang trại bò 4.0 vào hoạt động và bắt đầu đẩy mạnh mở rộng đàn bò năm 2023. Quy mô đàn bò dự kiến sẽ 37,500 con vào năm 2025 so với 25,935 con vào năm 2020, trong đó đàn bò tự chủ là 6,000 con (2020: 2,000 con), tương ứng với tỷ lệ tự chủ nguyên vật liệu tăng lên mức 16% (từ mức 7.7% trong 2020). Phát triển đàn bò giúp nguồn sữa tươi nguyên liệu của công ty tăng lên, đáp ứng việc mở rộng quy mô sản xuất. Hơn nữa, đây là tiền đề để Mocchau Milk: 1) tạo ra thêm sản phẩm có giá trị gia tăng tương lai; 2) hạn chế rủi ro biến động giá nguyên vật liệu đầu vào, cải thiện biên lợi nhuận gộp (cao hơn khoảng 2 điểm % kể từ năm 2024 so với mức 31.5% năm 2020); và 3) đạt lợi thế cạnh tranh về giá bán, hỗ trợ chiến lược tăng thị phần dài hạn.

③ Đầu tư vào đàn bò organic để phát triển sản phẩm cao cấp

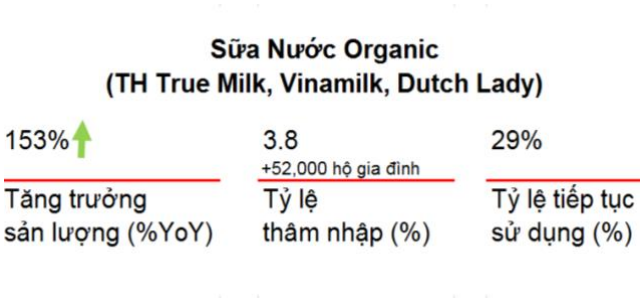
Mocchau Milk có kế hoạch phát triển đàn bò organic kể từ năm 2023. Trong ngành sữa Việt Nam hiện tại, Vinamilk và TH True Milk là hai đơn vị duy nhất có đủ khả năng để phát triển đàn bò organic, loại bò đòi hỏi kĩ thuật chăn nuôi cao. Trong khi đó, nhu cầu tiêu dùng sữa organic hiện tại đang tăng trưởng nhờ xu hướng tiêu dùng cao cấp. Vì vậy, khi Mocchau Milk tự chủ được nguồn sữa nguyên liệu organic, công ty sẽ đủ khả năng mở rộng thêm phân khúc khách hàng cao cấp. Kết quả là, giá bán bình quân tăng lên và giá trị thương hiệu của Mocchau Milk cũng được nâng lên phân khúc cao cấp.

Tỷ lệ tự chủ sữa tươi nguyên liệu của Mocchau Milk (2020 – 2025F)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Nhu cầu sữa organic (2020)



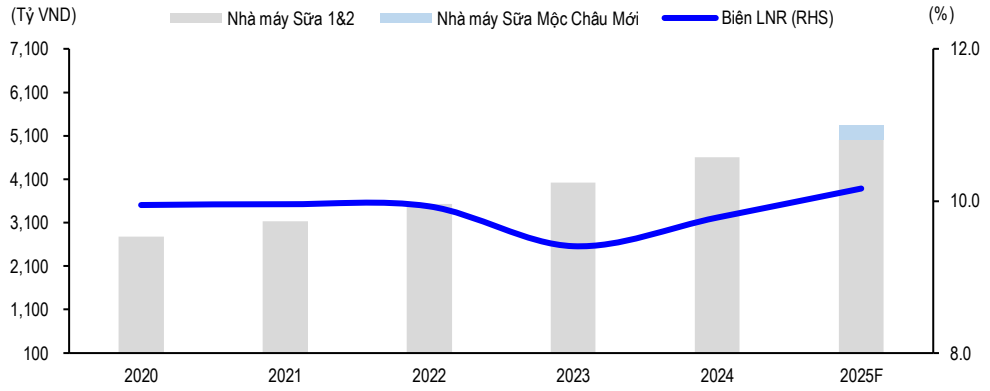
Nguồn: Kantar World, Shinhan Securities Vietnam

Dự Phóng Doanh Thu

Doanh thu tăng trưởng liên tục ở mức hai con số trong giai đoạn 2021-25

Chúng tôi tin rằng doanh thu của Mocchau Milk sẽ tăng trưởng liên tục ở mức hai con số, tương ứng với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) +13.6% trong giai đoạn 2020-25, từ: 1) mở rộng quy mô sản xuất với tổng công suất thiết kế tăng lên 507,000 sản phẩm/giờ năm 2025 (2020: 150,000 sản phẩm/giờ); và 2) sản lượng bán hàng tăng mạnh (+13% trung bình mỗi năm). Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận ròng của công ty sẽ bắt đầu cải thiện hơn kể từ năm 2024 nhờ vào: 1) biên độ giá bán rộng hơn (+~2%) do tăng SKUs; 2) tỷ lệ tự chủ sữa nguyên liệu tăng (16% năm 2025 từ 7.7% năm 2020); và 3) đóng góp của sản phẩm organic cao cấp. Cụ thể, biên lợi nhuận ròng 2024 và 2025 được kỳ vọng sẽ tăng lên lần lượt 9.8% và 10.2% từ mức trung bình 9.7% giai đoạn 2021-23.

Dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận ròng của Mocchau Milk (2020 – 2025F)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Triển vọng doanh thu, lợi nhuận của Mocchau Milk (2019-2025F)

(Đơn vị: Tỷ VND)	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Doanh thu thuần	**2,558**	**2,823**	**3,132**	**3,530**	**4,020**	**4,601**	**5,338**
① Nhà máy sữa Mộc Châu 1&2	2,215	2,786	3,132	3,530	4,020	4,601	5,001
② Nhà máy sữa Mộc Châu mới	0	0	0	0	0	0	337
Lợi nhuận gộp	**486**	**888**	**968**	**1,120**	**1,293**	**1,556**	**1,862**
Lợi nhuận từ HĐKD	141	262	274	307	367	496	632
Lợi nhuận ròng	**167**	**281**	**312**	**350**	**378**	**450**	**542**
Biên lợi nhuận (%)							
Biên lợi nhuận gộp	19.0	31.5	30.9	31.7	32.2	33.8	34.9
Biên lợi nhuận từ HĐKD	5.5	9.3	8.7	8.7	9.1	10.8	11.8
Biên lợi nhuận ròng	6.5	10.0	10.0	9.9	9.4	9.8	10.2
Tăng trưởng (%YoY)							
Doanh thu thuần	3.1	10.4	11.0	12.7	13.9	14.4	16.0
Lợi nhuận gộp	4.1	82.8	9.0	15.7	15.5	20.3	19.7
Lợi nhuận từ HĐKD	(13.0)	86.0	4.4	12.0	19.6	35.2	27.4
Lợi nhuận ròng	(7.2)	68.3	11.1	12.4	7.9	19.0	20.5

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Triển vọng doanh thu và lợi nhuận của Mocchau Milk theo quý (2020 – 2022F)

(Đơn vị: Tỷ VND)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần	633	734	775	681	621	745	846	921	777	953	953	844	2,823	3,132	3,530
Lợi nhuận gộp	178	218	268	225	174	211	278	307	229	280	322	291	888	968	1,120
Lợi nhuận từ HĐKD	44	58	99	62	42	60	81	90	63	68	106	70	262	274	307
Lợi nhuận ròng	47	59	102	72	50	71	93	97	66	80	115	90	281	312	350
Biên lợi nhuận (%)															
Biên lợi nhuận gộp	28.1	29.6	34.6	33.0	28.1	28.3	32.9	33.3	29.4	29.4	33.7	34.5	31.5	30.9	31.7
Biên lợi nhuận từ HĐKD	6.9	7.8	12.8	9.0	6.7	8.1	9.6	9.8	8.1	7.1	11.1	8.3	9.3	8.7	8.7
Biên lợi nhuận ròng	7.4	8.1	13.2	10.6	8.0	9.5	11.0	10.5	8.5	8.3	12.0	10.7	9.9	10.0	9.9
Tăng trưởng (%YoY)															
Doanh thu thuần	14.4	2.4	13.7	12.2	(1.8)	1.5	9.1	35.2	25.0	27.9	12.7	(8.4)	10.3	11.0	12.7
Lợi nhuận gộp	75.0	76.0	102.9	73.9	(1.8)	(3.0)	(3.6)	36.6	31.1	32.6	15.7	(5.1)	82.8	9.0	15.7
Lợi nhuận từ HĐKD	27.2	84.2	124.8	95.1	(4.7)	(4.7)	(18.4)	46.8	50.7	12.0	30.9	(22.3)	86.0	4.4	12.0
Lợi nhuận ròng	34.6	46.2	112.9	66.2	(5.1)	(19.6)	(9.6)	34.7	33.8	12.4	23.7	(6.8)	68.3	11.1	12.4

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tổng quan về công ty

Lịch sử hình thành và phát triển của CTCP Giống Bò Sữa Mộc Châu

Công ty Giống Bò Sữa Mộc Châu (Mocchau Milk) được thành lập vào năm 1958 với tiền thân là Nông Trường Quân Đội Mộc Châu. Công ty hoạt động dưới hình thức là doanh nghiệp nhà nước, và là "người mở đường" cho ngành chăn nuôi và sản xuất sữa công nghiệp Việt Nam. Năm 2005, doanh nghiệp chuyển thành công ty cổ phần, trong đó Tổng công ty Chăn Nuôi Việt Nam (nhà nước sở hữu 100%) nắm giữ 51%. Năm 2019, Mocchau Milk trở thành một đơn vị thành viên của Vinamilk. Hiện tại, CTCP Giống Bò Sữa Mộc Châu sở hữu 1 trang trại bò sữa Mộc Châu, 3 trung tâm bò giống, 2 nhà máy chế biến sữa và 1 nhà máy chế biến thức ăn chăn nuôi.

Năm 2020, CTCP Giống Bò Sữa Mộc Châu lần đầu tiên được niêm yết trên sàn Upcom với vốn điều lệ ban đầu là 668 tỷ đồng. Năm 2021, công ty phát hành thêm cổ phần cho cổ đông hiện hữu và đối tác chiến lược, tăng vốn lên 1,100 tỷ đồng.

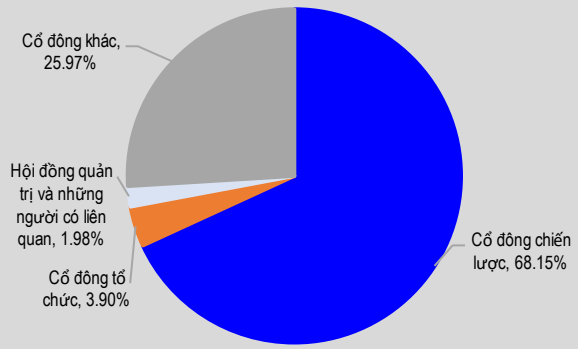
Cơ cấu cổ đông

Đến ngày 18/05/2021, cơ cấu cổ đông của Mocchau Milk phân theo loại nhà đầu tư là: 1) Cổ đông chiến lược (68.13%); 2) Hội đồng quản trị và những người có liên quan (1.98%); và 3) Cổ đông tự do trong và ngoài nước (29.89%). Trong đó, ba cổ đông lớn là CTCP Chăn Nuôi Việt Nam - Vilico (32.50%), CTCP GTN Foods (26.78%), và Vinamilk (8.85%).

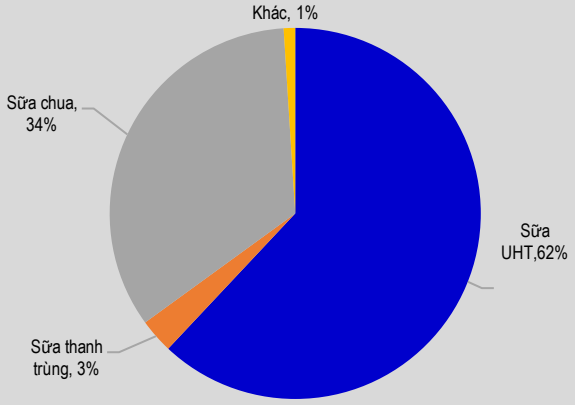
Hoạt động kinh doanh

Mocchau Milk có danh mục sản phẩm hơn bao gồm sữa UHT, sữa thanh trùng, sữa chua ăn & uống, bơ và các sản phẩm sữa khác. 100% doanh thu của Mocchau Milk đến từ thị trường nội địa.

Cơ cấu cổ đông của Mocchau Milk

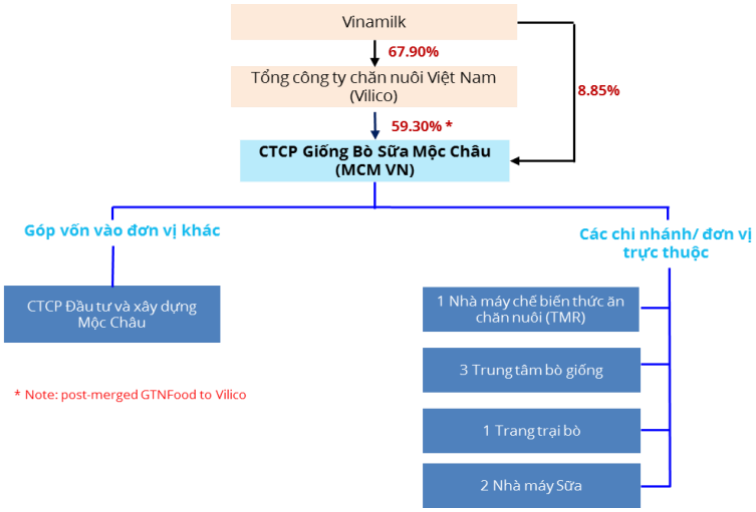


Cơ cấu sản phẩm của Mocchau Milk



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Cấu trúc quản trị doanh nghiệp của CTCP Giống Bò Sữa Mộc Châu (2021)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ VND)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Tổng tài sản	**1,072**	**1,223**	**2,596**	**2,610**	**3,407**
Tài sản ngắn hạn	871	1,036	2,252	1,843	1,589
Tiền và tương đương tiền	74	21	211	253	366
Đầu tư TC ngắn hạn	419	611	1,645	1,142	707
Các khoản phải thu	71	145	121	165	160
Hàng tồn kho	294	204	254	257	321
Tài sản ngắn hạn khác	13	53	22	27	34
Tài sản dài hạn	201	187	344	767	1,818
Tài sản cố định	194	151	339	761	1,813
Chi phí xây dựng cơ bản	-	29	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	7	6	5	5	5
Tổng nợ	**345**	**311**	**400**	**373**	**1,127**
Nợ ngắn hạn	343	251	340	313	424
Khoản phải trả	304	217	308	277	385
Vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn	-	-	-	-	-
Khác	38	33	32	36	39
Nợ dài hạn	3	60	60	60	703
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	-	-	-	-	643
Khác	3	60	60	60	60
Vốn chủ sở hữu	**727**	**912**	**2,196**	**2,237**	**2,280**
Vốn góp chủ sở hữu	668	668	1,100	1,100	1,100
Thặng dư vốn	-	-	817	817	817
Lợi nhuận giữ lại	42	199	203	208	214
Vốn khác	17	45	76	111	149
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	-	-	-	-	-
*Tổng nợ	-	-	-	-	643
*Nợ ròng (tiền)	(74)	(21)	(211)	(253)	277

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ VND)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Doanh thu thuần	**2,558**	**2,823**	**3,132**	**3,530**	**4,020**
Tăng trưởng (%)	3.1	10.4	10.9	12.7	13.9
Giá vốn hàng bán	**2,072**	**1,935**	**2,164**	**2,410**	**2,727**
Lợi nhuận gộp	**486**	**888**	**968**	**1,120**	**1,293**
Biên lợi nhuận gộp (%)	19.0	31.5	30.9	31.7	32.2
Chi phí bán hàng	321.8	596.6	661.9	776.6	884.4
Chi phí QLDN	23.3	29.5	32.7	36.9	42.0
LN từ HĐKD	**141**	**262**	**274**	**307**	**367**
Tăng trưởng (%)	(13.0)	86.0	4.4	12.0	19.6
Biên LN từ HĐKD (%)	5.5	9.3	8.7	8.7	9.1
LN khác	**42**	**30**	**84**	**96**	**66**
Thu nhập tài chính	48	41	95	108	81
Chi phí tài chính	0	0	0	1	0
Trong đó: Chi phí lãi vay	0	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	(3)	(6)	(5)	(6)	(7)
LNTT	**186**	**298**	**363**	**408**	**440**
Thuế TNDN	-	17	51	57	62
LNST	**167**	**281**	**312**	**350**	**378**
Tăng trưởng (%)	(7.2)	68.3	11.1	12.4	7.9
Biên lợi nhuận ròng (%)	6.5	9.9	10.0	9.9	9.4
LNST cổ đông công ty mẹ	167	281	312	350	378
Lợi ích CĐTS	-	-	-	-	-
LN trước thuế và lãi vay	**141**	**262**	**274**	**307**	**367**
Tăng trưởng (%)	(12.9)	85.8	4.4	12.0	19.6
Biên LN (%)	5.5	9.3	8.7	8.7	9.1
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	**193**	**314**	**331**	**388**	**603**
Tăng trưởng (%)	(14.2)	62.8	5.4	17.3	55.3
Biên LN (%)	7.5	11.1	10.6	11.0	15.0

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ VND)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Tiền từ HĐKD	**214**	**299**	**301**	**169**	**493**
Lợi nhuận sau thuế	167	281	312	350	378
Khấu hao TSCĐ hữu hình	63	52	57	81	236
Khấu hao TSCĐ vô hình	-	-	-	-	-
Lãi vay	0	-	-	-	-
Thay đổi vốn lưu động	35	24	66	(78)	48
Thay đổi khác	(51)	(58)	(134)	(185)	(169)
Tiền từ HĐ đầu tư	**16**	**(208)**	**(1,248)**	**0**	**(852)**
Tăng tài sản cố định	(32)	(20)	(216)	(503)	(1,286)
Giảm tài sản cố định	2	3	-	-	-
Thay đổi trong tài sản vô hình					
Thay đổi trong tài sản đầu tư	45	(192)	(1,034)	503	435
Thay đổi khác	-	-	1	-	-
Dòng tiền tự do	**182**	**279**	**86**	**(334)**	**(793)**
Tiền từ HĐ tài chính	**(190)**	**(167)**	**1,040**	**(234)**	**391**
Thay đổi trong vốn cổ phần	-	-	1,249	-	-
Thay đổi trong vay ngắn hạn	-	-	-	-	-
Thay đổi trong vay dài hạn	-	-	-	-	643
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(190)	(167)	(244)	(274)	(296)
Thay đổi khác	0	0	35	40	44
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	**39**	**(77)**	**94**	**(65)**	**33**
Tổng tiền đầu năm	23	74	23	211	253
Thay đổi trong tỷ giá	-	-	-	-	-
Tổng tiền cuối năm	94	23	211	253	366

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

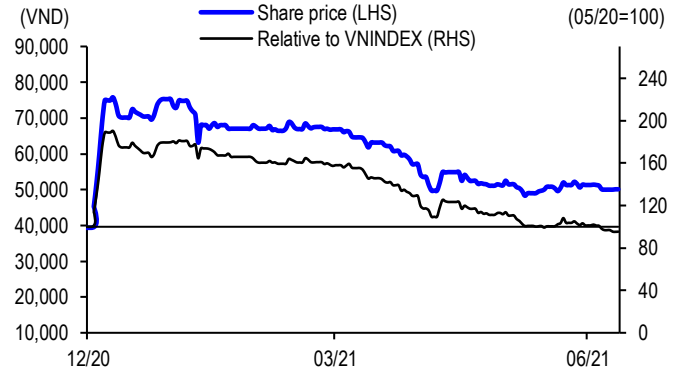
Chỉ số tài chính

Năm	2019	2020	2021F	2022F	2023F
EPS (VND)	2,309	3,773	2,545	2,860	3,085
BPS (VND)	10,879	13,651	19,966	20,334	20,731
DPS (VND)	3,438	1,000	3,651	2,492	2,688
PER (x)	21.7	13.3	19.7	17.5	16.2
PBR (x)	4.6	3.7	2.5	2.5	2.4
EV/EBITDA (x)	17.4	10.7	16.7	14.2	9.1
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	117.1	23.8	78.2	78.2	78.2
Lãi cổ tức (%)	6.9	2.0	7.3	5.0	5.4
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	7.5	11.1	10.6	11.0	15.0
Biên LN từ HĐKD (%)	5.5	9.3	8.7	8.7	9.1
Biên LNST (%)	6.5	9.9	10.0	9.9	9.4
ROA (%)	15.1	24.5	16.3	13.5	12.6
ROE (%)	22.3	34.3	20.1	15.8	16.7
Khả năng tài chính					
Nợ vay /Vốn chủ sở hữu (%)	-	-	-	-	28.2
Nợ vay ròng/ EBITDA (%)	-	-	-	-	1.1
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	13.7	16.0	39.4	71.1	84.1
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	871	-	-	-	-
Hiệu quả hoạt động					
Vòng quay vốn lưu động (lần)	4.7	4.3	2.3	2.1	3.0
Vòng quay hàng tồn kho (ngày)	55.4	47.0	38.6	38.6	38.6
Vòng quay khoản phải thu (ngày)	10.3	14.0	15.5	14.8	14.8
Vòng quay khoản phải trả (ngày)	54.1	49.2	44.3	44.3	44.3

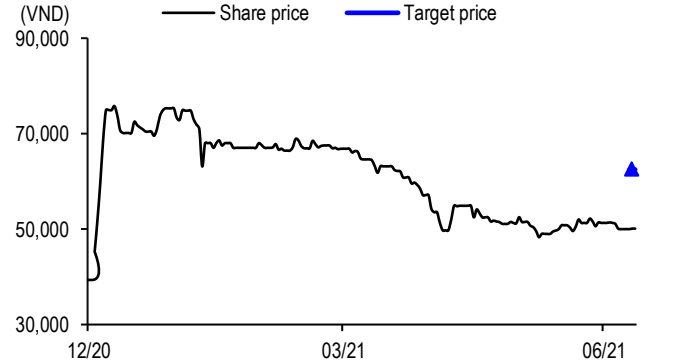
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Giống Bò Sữa Mộc Châu (MCM)

Giá cổ phiếu



Giá mục tiêu



Ngày	Khuyến nghị	Target price (VND)	Target price gap (%) Average	Max/Min
30/06/2021 (BC lần đầu)	MUA	62,500	-	-

Ghi chú: Tính toán chênh lệch giá mục tiêu dựa trên 6 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu	Ngành
1. **MUA:** Khả năng sinh lời trong 6 tháng từ +20% trở lên 2. **MUA ngắn hạn:** Khả năng sinh lời trong 6 tháng từ +20% đến -15% 3. **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 6 tháng từ -15% đến -20% 4. **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 6 tháng thấp hơn -20%	5. **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA 6. **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA ngắn hạn hoặc GIỮ 7. **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

1. The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: AN NGUYEN

Important Disclosures & Disclaimers

2. As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: Moc Chau Milk (MCM VN) and Vinamilk (VNM VN)
3. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
4. As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
5. Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
6. All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments, and may differ from actual results.
7. This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes a best effort but does not guarantee the accuracy, completeness or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
8. This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
9. Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

10. United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
11. All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. 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 Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL
Shinhan Investment Corp.
Shinhan Investment Tower
23-2, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK
Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Hong Kong
Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Indonesia
PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599

Shanghai
Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

Ho Chi Minh
Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
22nd Floor, Centec Tower, 72-74 Nguyen Thi Minh Khai Street,
District 3, Ho Chi Minh City, Vietnam
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Ho Chi Minh
Shinhan Investment Corp.
Ho Chi Minh Representative Office
1st Floor, Empress Tower, 138-142 Hai Ba Trung, Da Kao Ward,
District 1, Ho Chi Minh City, Vietnam
Tel : (84-8) 3824-6445
Fax : (84-8) 3824-6447