

Ngành thủy sản: VHC là lựa chọn đầu ngành với lượng xuất khẩu và biên lợi nhuận cải thiện giúp triển vọng nửa cuối 2023 và năm 2024 tích cực

Trương Hồng Kim

Trưởng phòng

kim.thong@hsc.com.vn

+84 24 3933 4693 Ext. 4850

Trần Hương Mỹ

Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng

my.th@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 362

- Sau 10 tháng liên tiếp giảm nhập khẩu, mức tồn kho cao tại các thị trường lớn đã được giải phóng và các nhà nhập khẩu đã bắt đầu bổ sung nguồn hàng cho dịp cuối năm. Nhu cầu dự báo sẽ hồi phục trong năm 2024 từ nền thấp năm 2023.
- Các yếu tố căn bản của xuất khẩu cá tra cải thiện nhiều hơn xuất khẩu tôm mặc dù triển vọng cả 2 sản phẩm cùng cải thiện trong nửa cuối 2023 và năm 2024 nhờ giá xuất khẩu tăng và giá nguyên liệu đầu vào giảm.
- HSC nâng khuyến nghị đối với VHC lên Mua vào và nâng 40% giá mục tiêu lên 92.000đ. Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với FMC lên Mua vào với giá mục tiêu 56.200đ nhưng hạ khuyến nghị đối với MPC xuống Giảm tỷ trọng với giá mục tiêu 16.900đ.

Các yếu tố căn bản cải thiện trong nửa cuối 2023 và năm 2024

Xuất khẩu thủy sản của Việt Nam trong 6 tháng đầu năm 2023 đã giảm mạnh từ nền cao kỷ lục trong 6 tháng đầu năm 2022 do mức tồn kho cao từ năm 2022 chuyển sang và nhu cầu suy yếu vì suy thoái kinh tế diễn ra tại các thị trường chủ chốt, đặc biệt là Mỹ và EU.

Sau 10 tháng liên tiếp giảm nhập khẩu, mức tồn kho cao tại các thị trường chủ chốt đã được giải phóng hết và các nhà nhập khẩu đã bắt đầu bổ sung nguồn hàng trước mùa lễ hội cuối năm. Theo đó, xuất khẩu 6 tháng cuối năm 2023 dự báo sẽ tăng trưởng so với 6 tháng đầu năm 2023. Cho năm 2024, HSC tin rằng xuất khẩu thủy sản sẽ hồi phục từ nền thấp năm 2023 vì thủy sản là mặt hàng lương thực thiết yếu nên nhu cầu sẽ ổn định.

Tỷ suất lợi nhuận gộp dự báo cải thiện nhờ giá xuất khẩu tăng và chi phí đầu vào giảm

Giá xuất khẩu dự báo sẽ hồi phục trong nửa cuối 2023 và năm 2024 nhờ nhu cầu tăng. Trong khi đó, chi phí nguyên liệu đầu vào giảm nhờ chi phí nuôi trồng giảm với giá thức ăn và con giống thấp hơn. Theo đó, HSC kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản sẽ cải thiện trong nửa cuối 2023 và năm 2024.

Định giá và khuyến nghị

VHC: KQKD chuyển biến tích cực từ nửa cuối năm 2023; nâng khuyến nghị lên Mua vào. HSC nâng bình quân 14,6% dự báo lợi nhuận cho năm 2023-2025 sau khi nâng giả định tỷ suất lợi nhuận gộp nhờ giá xuất khẩu tăng và giá cá nguyên liệu giảm. KQKD 6 tháng cuối năm 2023 có thể cải thiện mạnh nhờ tỷ suất lợi nhuận và lượng xuất khẩu cải thiện với nhu cầu tăng theo mùa vụ. Chúng tôi nâng 40% giá mục tiêu lên 92.000đ, tương đương tiềm năng tăng giá 20,5%. Hiện VHC có P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 9,6 lần; chiết khấu 27% so với bình quân doanh nghiệp cùng ngành.

FMC: Tỷ trọng tôm tự nuôi tăng giúp lợi nhuận tăng trưởng; nâng khuyến nghị lên Mua vào. HSC dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2023-2025 của FMC tăng trưởng với CAGR 14,5% nhờ nâng tỷ trọng tôm tự nuôi giúp tỷ suất lợi nhuận tăng. Chúng tôi nâng 16,6% giá mục tiêu lên 56.200đ sau khi chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2024. FMC có P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,6 lần; cao hơn một chút so với bình quân quá khứ ở mức 7,2 lần nhưng chiết khấu 40% so với các doanh nghiệp cùng ngành ở mức 13,5 lần.

MPC: Lợi nhuận năm 2023 dự báo giảm 65%; giảm khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng. HSC giảm bình quân 47% dự báo lợi nhuận thuần năm 2023-2024. HSC dự báo lợi nhuận năm 2023 sẽ rất kém khả quan vì cạnh tranh gay gắt tại thị trường Mỹ cộng với nền kinh tế thế giới suy yếu. Lợi nhuận năm 2024-2025 dự báo sẽ lần lượt tăng trưởng vừa phải ở mức 14,1% và 4%. Chúng tôi giảm 7,7% giá mục tiêu xuống 16.900đ, tương đương rủi ro giảm giá 8%. Hiện MPC có P/E trượt dự phóng 1 năm là 24,6 lần; cao hơn nhiều mức bình quân các doanh nghiệp cùng ngành ở mức 13,5 lần.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
FMC	46,500	Mua vào	Tăng tỷ trọng	56,200	20.9	20.9	8.07	7.24	5.87	5.10	4.30	4.30
MPC	18,300	Giảm tỷ trọng	Nắm giữ	16,900	(7.14)	(7.65)	25.5	18.1	18.5	22.1	2.73	2.73
VHC	76,600	Mua vào	Tăng tỷ trọng	92,000	40.0	20.1	9.95	9.39	7.35	6.95	2.61	2.61

Giá cổ phiếu tại ngày 4/8/2023.

Mục lục

Nhu cầu hồi phục trong nửa cuối 2023 và năm 2024 3

Xuất khẩu thủy sản 6 tháng đầu năm 2023: Giảm mạnh so với nền cao kỷ lục cùng kỳ 3

Xuất khẩu đã chạm đáy trong Q1/2023 3

Các yếu tố căn bản của ngành đang cải thiện 4

Điều chỉnh dự báo năm 2023-2025 5

Định giá và khuyến nghị 6

Báo cáo thành phần

CTCP Vĩnh Hoàn (VHC) 7

Công ty Cổ phần Thực phẩm Sao Ta (FMC) 15

CTCP Tập đoàn Thủy sản Minh Phú (MPC) 23

Nhu cầu hồi phục trong nửa cuối 2023 và năm 2024

Sau 10 tháng kim ngạch xuất khẩu thủy sản sụt giảm liên tiếp từ tháng 8/2022, các nhà nhập khẩu đã bắt đầu tích lũy tồn kho trở lại nhằm phục vụ dịp cuối năm; và nhu cầu năm 2024 nhiều khả năng cũng sẽ cải thiện từ nền thấp trong năm 2023. Theo đó, HSC tin rằng giá xuất khẩu sẽ hồi phục. Và điều này cộng với chi phí nuôi trồng giảm sẽ giúp nâng cao lợi nhuận cho các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản về cuối năm 2023 và trong năm 2024. Vì vậy, chúng tôi đã điều chỉnh lợi nhuận và giá mục tiêu cho các doanh nghiệp thủy sản để phản ánh quan điểm của mình về nền tảng căn bản doanh nghiệp, tình hình mới và KQKD 6 tháng đầu năm 2023. Lựa chọn đầu ngành của HSC là VHC (Mua vào, giá mục tiêu 92.000đ) dựa trên định giá rẻ và triển vọng tích cực.

Xuất khẩu thủy sản 6 tháng đầu năm 2023: Giảm mạnh so với nền cao kỷ lục cùng kỳ

Lũy kế 6 tháng đầu năm 2023, xuất khẩu thủy sản của Việt Nam đạt 4,130 tỷ USD, giảm 27,4% so với mức kỷ lục đạt được trong 6 tháng đầu năm 2022 nhưng tương đương cùng năm 2021 là 4,122 tỷ USD và cao hơn 14,6% so với cùng kỳ năm 2020.

HSC cho rằng xuất khẩu thủy sản của Việt Nam hiện đã trở về mặt bằng bình thường (trước Covid-19) sau khi đạt mức cao kỷ lục vào 6 tháng đầu năm 2022 khi hầu hết các nhà nhập khẩu tích lũy tồn kho để phục vụ nhu cầu tăng mạnh sau dịch Covid-19.

Trong số các mặt hàng thủy sản xuất khẩu chủ lực trong 6 tháng đầu năm 2023, xuất khẩu tôm đạt 1,531 tỷ USD, đóng góp 37% tổng giá trị xuất khẩu và thấp hơn 10% so với cùng kỳ năm 2021 ở mức 1,702 tỷ USD nhưng tương đương với cùng kỳ năm 2020 ở mức 1,523 tỷ USD. Trong khi đó, xuất khẩu cá tra 6 tháng đầu năm 2023 đạt 888,5 triệu USD, giảm 37,5% so với cùng kỳ năm 2022 nhưng cao hơn 12,3% so với cùng kỳ năm 2021 và cao hơn 33% so với cùng kỳ năm 2020.

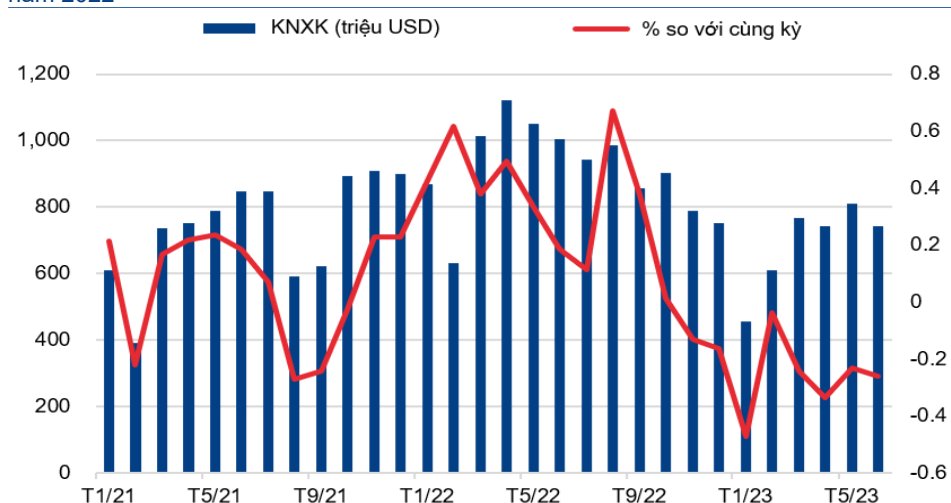
Xuất khẩu đã chạm đáy trong Q1/2023

Xuất khẩu tôm trong tháng 6/2023 đạt 329 triệu USD (giảm 19,8% so với cùng kỳ) nhưng tăng nhẹ so với mức 327 triệu USD (giảm 27% so với cùng kỳ) trong tháng 5/2023. Tuy nhiên, đây là tháng thứ 5 liên tiếp kể từ tháng 1/2023 xuất khẩu tôm tăng so với tháng trước. Tính chung cả Q2/2023, xuất khẩu tôm đạt 939 triệu USD, giảm 27,5% so với cùng kỳ nhưng tăng 58,7% so với quý trước.

Xuất khẩu cá tra cũng đã chạm đáy trong Q1/2023. Giá trị xuất khẩu cá tra Q2/2023 đạt 454 triệu USD, giảm 40% so với cùng kỳ nhưng tăng nhẹ 7% so với quý trước.

Biểu đồ 1: KNXK thủy sản (triệu USD), Việt Nam

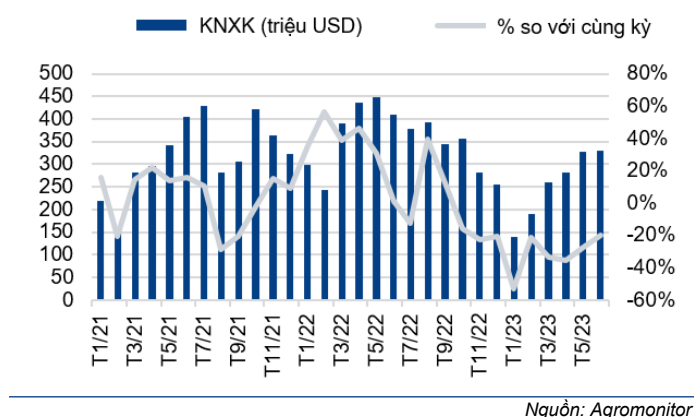
KNXK thủy sản của Việt Nam trong 6 tháng đầu năm 2023 đã giảm xuống mức trước năm 2022



Nguồn: Agromonitor

Biểu đồ 2: KNXK tôm (triệu USD), Việt Nam

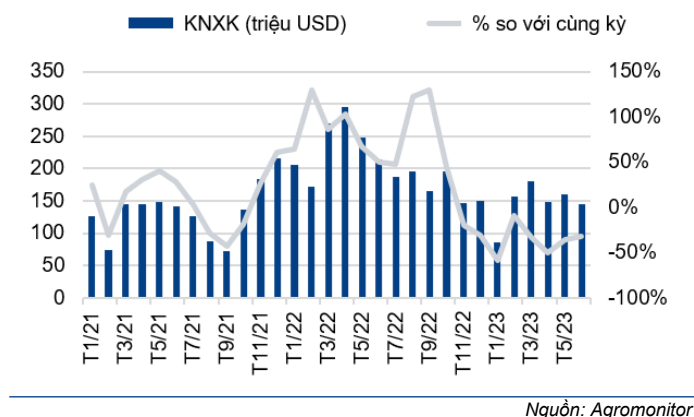
KNXK tôm trong Q2/2023 tăng 58,7% so với quý trước



Nguồn: Agromonitor

Biểu đồ 3: KNXK cá tra (triệu USD), Việt Nam

KNXK cá tra trong Q2/2023 tăng 7% so với quý trước



Nguồn: Agromonitor

Các yếu tố căn bản của ngành đang cải thiện

Lượng xuất khẩu 6 tháng cuối năm 2023 dự báo tăng nhờ yếu tố mùa vụ

Lượng xuất khẩu 6 tháng cuối năm 2023 dự báo sẽ cao hơn 6 tháng đầu năm 2023 vì đây là thời gian cao điểm xuất khẩu thủy sản với nhu cầu sẽ tăng trước các dịp lễ tại các thị trường xuất khẩu chủ chốt.

Giá xuất khẩu dự báo cải thiện

Sau khi giá thủy sản giảm trong 10 tháng qua, người nông dân đã giảm quy mô nuôi, từ đó giúp nguồn cung cân đối hơn với nhu cầu đang suy yếu trên thế giới, tạo điều kiện cho giá hồi phục trở lại. Mặt khác, tồn kho tại các thị trường chủ chốt cũng gần được giải phóng hết sau 10 tháng liên tiếp lượng nhập khẩu giảm. Theo đó, các đơn vị bán lẻ, nhập khẩu và bán buôn cũng như các đơn vị khác trong chuỗi thực phẩm sẽ phải tích lũy tồn kho trở lại và giá nhiều khả năng sẽ tăng tương ứng với nhu cầu nhập khẩu cải thiện.

Tỷ suất lợi nhuận dự báo cải thiện nhờ chi phí đầu vào giảm

Nguyên liệu đầu vào – tôm và cá nguyên liệu – đã và đang giảm kể từ tháng 3/tháng 4 do nhu cầu xuất khẩu kém. Giá cá tra nguyên liệu đã giảm xuống còn 26.000-26.500đ/kg (giảm 10% so với cùng kỳ và giảm 6,5% so với đầu năm), mức thấp nhất trong 10 năm qua. Giá tôm nguyên liệu cũng đã giảm mạnh khoảng 15-30% tùy từng kích cỡ.

Mặt khác, chi phí nuôi trồng cũng giảm thời gian gần đây nhờ giá thức ăn giảm. Sau khi đạt đỉnh vào tháng 5, giá thức ăn đã được điều chỉnh giảm nhiều đợt trong tháng 6 – đầu tháng 7 và hiện đã thấp hơn 5% so với đỉnh. Giá thức ăn giảm giúp giảm chi phí đầu vào vì thức ăn chiếm đến 50-70% trong tổng chi phí nguyên liệu.

Giá cá tra giống (chiếm khoảng 5-10% chi phí đầu vào) cũng đã giảm đáng kể (giảm 50%) từ đỉnh thiết lập vào tháng 2 – tháng 3.

Theo đó, tỷ suất lợi nhuận dự báo sẽ cải thiện khi chi phí nguyên liệu đầu vào giảm (nhờ chi phí nuôi trồng thấp hơn, xuất phát từ giá thức ăn và con giống giảm) trong khi giá xuất khẩu dự báo tăng.

Nhu cầu sẽ hồi phục trong năm 2024 từ nền thấp

Năm 2022, đặc biệt 6 tháng đầu năm, là thời gian cả lượng và giá trị xuất khẩu thủy sản đạt đỉnh lịch sử nhờ (1) giao các đơn hàng tồn đọng từ cuối năm 2021 do ảnh hưởng của dịch Covid-19 bùng phát tại Việt Nam; (2) hoạt động xuất khẩu thủy sản của Nga, Ucraina bị gián đoạn và Mỹ, EU áp dụng lệnh trừng phạt đối với sản phẩm thủy sản của Nga; và (3) lạm phát thế giới tăng, kéo theo giá xuất khẩu tăng.

Và vì vậy, xuất khẩu thủy sản 6 tháng đầu năm 2023 đã giảm mạnh từ nền cao cùng kỳ vì lượng tồn kho cao từ năm 2022 chuyển sang trong khi nhu cầu suy yếu vì suy thoái kinh tế diễn ra tại các thị trường chính, đặc biệt là Mỹ, EU.

Tuy nhiên, sau 10 tháng nhập khẩu suy giảm (đến tháng 6/2023), tồn kho tại các thị trường chủ chốt đã được giải phóng và các đơn vị nhập khẩu hiện đã bắt đầu tích trữ tồn kho trở lại để phục vụ mùa lễ hội vào cuối năm.

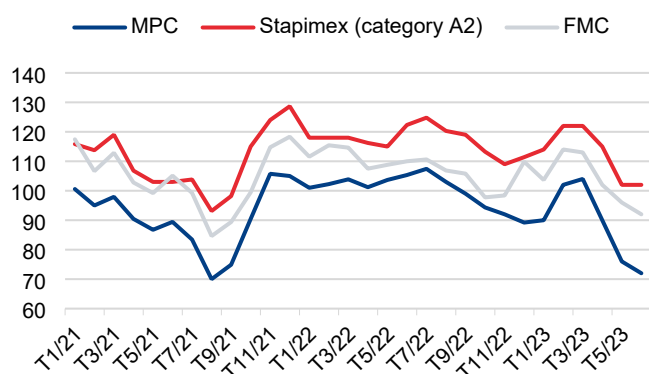
Trong năm 2024, HSC tin rằng xuất khẩu thủy sản sẽ hồi phục từ nền thấp của năm 2023. Là mặt hàng thực phẩm thiết yếu, nhu cầu đối với sản phẩm thủy sản sẽ ít bị ảnh hưởng từ suy thoái kinh tế sau khi quay về mặt bằng bình thường trước dịch Covid-19.

Xuất khẩu cá tra nhiều khả năng hồi phục mạnh hơn tôm

Việt Nam là nước xuất khẩu cá tra chủ yếu, chiếm đến 97% tổng lượng xuất khẩu cá tra toàn cầu nên các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra Việt Nam sẽ hưởng lợi trực tiếp từ sự gia tăng của nhu cầu. Trong khi đó, xuất khẩu tôm của Việt Nam đang đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt từ các quốc gia khác có chi phí sản xuất thấp hơn như Ấn Độ và Ecuador. Vì vậy, nhu cầu từ thị trường thế giới đối với tôm Việt Nam nhiều khả năng sẽ hồi phục ít hơn so với cá tra.

Biểu đồ 4: Giá tôm nguyên liệu (nghìn đồng/kg)

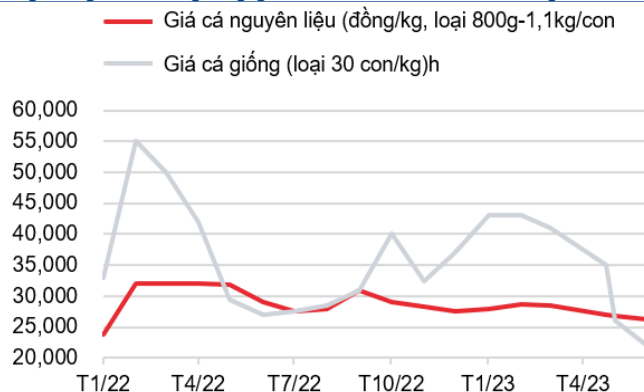
Giá tôm nguyên liệu giảm 15-30% từ mức đỉnh trong 3 tháng gần đây



Nguồn: Agromonitor

Biểu đồ 5: Giá cá tra nguyên liệu/cá tra giống (đồng/kg)

Giá cá tra giảm 10% so với cùng kỳ và 6,5% so với đầu năm trong khi giá cá tra giống giảm 50% từ mức đỉnh trong T1 & T2



Nguồn: Agromonitor

Biểu đồ 6: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận 2023-2025, Các công ty thủy sản HSC khuyến nghị

HSC nâng đáng kể dự báo lợi nhuận năm 2023-2025 cho VHC, uy trì dự báo lợi nhuận cho FMC và giảm đáng kể dự báo lợi nhuận cho MPC

Tỷ đồng	2023				2024				2025			
	Dự báo cũ	Dự báo mới	% tăng trưởng	Điều chỉnh	Dự báo cũ	Dự báo mới	% tăng trưởng	Điều chỉnh	Dự báo cũ	Dự báo mới	% tăng trưởng	Điều chỉnh
VHC	1,205	1,421	-28.1%	17.9%	1,360	1,496	5.2%	10.0%	1,516	1,760	16.0%	17.7%
FMC	377	377	0.1%	22.7%	419	420	0.3%	11.3%	461	461	0.1%	9.8%
MPC	520	287	-44.9%	-65.2%	645	327	-49.3%	14.1%		340		4.0%

Nguồn: HSC

Điều chỉnh dự báo năm 2023-2025

Dựa trên KQKD 6 tháng đầu năm 2023 và sự cải thiện ở các yếu tố căn bản của ngành trong 6 tháng cuối năm 2023, HSC nâng dự báo lợi nhuận năm 2023-2025 cho VHC, doanh nghiệp hưởng lợi lớn nhất từ các diễn biến thị trường trong nửa cuối năm 2023. Chúng tôi duy trì dự báo lợi nhuận cho FMC và giảm đáng kể dự báo lợi nhuận cho MPC – thông tin cụ thể được trình bày trong Bảng 6.

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC đánh giá triển vọng của các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản sẽ cải thiện từ nửa cuối năm 2023 và sang năm 2024. Bên cạnh đó, chi phí đầu vào đã giảm trong những tháng gần đây nhờ giá thức ăn giảm.

Trước các nhân tố trên cộng với KQKD 6 tháng đầu năm 2023, HSC nâng dự báo lợi nhuận năm 2023-2025 cho VHC, duy trì dự báo cho FMC và giảm dự báo cho MPC. Thông tin chi tiết về dự báo mới, định giá và quan điểm của chúng tôi về doanh nghiệp được trình bày như dưới đây.

Lưu ý rằng HSC định giá các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản bằng phương pháp DCF. Giá định chi phí vốn bình quân WACC dành cho VHC, FMC và MPC lần lượt là 11,7%; 10,1% và 8,2%. Chúng tôi đồng thời cũng chuyển thời gian định giá sang giữa năm 2024.

VHC: KQKD dự báo chuyển biến tích cực từ nửa cuối năm 2023; nâng khuyến nghị lên Mua vào. HSC nâng bình quân 14,6% dự báo lợi nhuận cho năm 2023-2025 sau khi nâng giả định tỷ suất lợi nhuận gộp nhờ giá xuất khẩu tăng và giá cá nguyên liệu giảm. KQKD 6 tháng cuối năm 2023 có thể cải thiện mạnh nhờ tỷ suất lợi nhuận và lượng xuất khẩu cải thiện với nhu cầu tăng theo mùa vụ. Chúng tôi nâng 40% giá mục tiêu lên 92.000đ sau khi nâng bình quân 14,6% dự báo lợi nhuận năm 2023-2025 và chuyển thời gian định giá sang giữa năm 2024. Hiện VHC có P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 9,6 lần; cao hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ nhưng vẫn chiết khấu 27% so với bình quân doanh nghiệp cùng ngành. Nâng khuyến nghị lên Mua vào với tiềm năng tăng giá là 20,1%.

FMC: Tỷ trọng tôm tự nuôi tăng giúp lợi nhuận tăng trưởng và định giá rẻ; nâng khuyến nghị lên Mua vào. HSC dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2023-2025 của FMC tăng trưởng với tốc độ CAGR 14,5% nhờ nâng tỷ trọng tôm tự nuôi giúp nâng cao tỷ suất lợi nhuận. Chúng tôi nâng 16,6% giá mục tiêu lên 56.200đ sau khi chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2024. Hiện FMC có P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,6 lần; cao hơn một chút so với bình quân quá khứ ở mức 7,2 lần nhưng chiết khấu 40% so với bình quân các doanh nghiệp cùng ngành ở mức 13,5 lần.

MPC: Lợi nhuận năm 2023 dự báo giảm 65%; hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng. HSC dự báo lợi nhuận năm 2023 giảm 65% vì cạnh tranh gay gắt tại thị trường Mỹ và nền kinh tế thế giới suy yếu. Lợi nhuận năm 2024-2025 dự báo sẽ lần lượt tăng trưởng vừa phải ở mức 14,1% và 4%. Chúng tôi giảm bình quân 47% dự báo lợi nhuận thuần năm 2023-2024 và giảm 7,7% giá mục tiêu xuống 16.900đ sau khi giảm dự báo lợi nhuận và chuyển thời gian định giá sang giữa năm 2024. Hiện MPC có P/E trượt dự phóng 1 năm là 25 lần; cao hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 13,5 lần và cũng cao hơn nhiều mức bình quân các doanh nghiệp cùng ngành.

Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

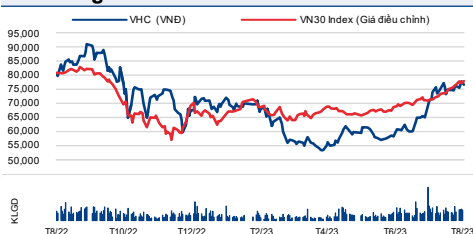
Giá mục tiêu: VNĐ92,000 (từ VNĐ65,700)

Tiềm năng tăng/giảm: 20.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (4/8/2023)	76,600
Mã Bloomberg	VHC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	53,400-90,972
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	76,720
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	14,047
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	592
Slg CP lưu hành (tr.đv)	183
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	183
Slg CP NN được mua (tr.đv)	124
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	32.4%
Tỷ lệ freefloat	0%
Cổ đông lớn	Trương Thị Lệ Khanh (43.2%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	7.89	28.7	(5.13)
So với chỉ số	(1.17)	8.69	(1.57)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch. lệch
2023F	7,695	6,738	14.2
2024F	8,155	8,440	(3.4)
2025F	9,595	9,849	(2.6)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

VHC là công ty xuất khẩu cá tra lớn nhất Việt Nam. Thị trường xuất khẩu chính gồm: Mỹ, Trung Quốc và Châu Âu.

Chuyên viên phân tích

Trương Hồng Kim

Trưởng phòng
kim.thong@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4850

Trần Hương Mỹ

Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng
my.th@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 362

Chuyển biến tích cực từ nửa cuối 2023; nâng khuyến nghị lên Mua vào

- HSC nâng 40% giá mục tiêu dựa trên phương pháp DCF lên 92.000đ (từ 65.700đ trước đó) sau khi nâng dự báo lợi nhuận và chuyển thời gian định giá sang giữa năm 2024. Chúng tôi nâng khuyến nghị lên Mua vào với tiềm năng tăng giá 20%.
- Chúng tôi nâng bình quân 14,6% dự báo lợi nhuận thuần năm 2023-2025 sau khi nâng giả định tỷ suất lợi nhuận gộp nhờ giá bán cao hơn và giá tôm nguyên liệu thấp hơn. KQKD có thể chuyển tiến tích cực trong nửa cuối năm 2023 nhờ nhu cầu tăng theo mùa vụ.
- Sau khi tăng 29% trong 3 tháng qua, hiện VHC có P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,6 lần; cao hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2019 ở mức 7,8 lần nhưng vẫn chiết khấu 27% so với bình quân các doanh nghiệp cùng ngành ở mức 13,5 lần.

Sự kiện: Phân tích KQKD Q2/2023 và 6 tháng đầu năm 2023

VHC đã công bố KQKD Q2/2023 với doanh thu thuần giảm 35,6% so với cùng kỳ xuống còn 2.724 tỷ đồng và lợi nhuận thuần giảm 47,7% so với cùng kỳ xuống còn 412 tỷ đồng, nhưng vẫn cao hơn đáng kể so với ước tính của HSC ở mức 350 tỷ đồng. Doanh thu sụt giảm chủ yếu xuất phát từ sản phẩm cá tra với doanh thu giảm 43,6% so với cùng kỳ vì lượng tiêu thụ giảm 30% so với cùng kỳ và giá bán bình quân giảm 17%.

Lũy kế 6 tháng đầu năm 2023, tổng doanh thu đạt 4.945 tỷ đồng, giảm 34% so với cùng kỳ và lợi nhuận thuần đạt 631 tỷ đồng, giảm 53% so với cùng kỳ; lần lượt đạt 45,4% và 52,4% dự báo của HSC cho cả năm 2023.

Tác động: Nâng dự báo lợi nhuận

HSC nâng bình quân 14,6% dự báo lợi nhuận thuần năm 2023-2025; đồng thời nâng bình quân 4,3% dự báo doanh thu sau khi nâng giả định tỷ suất lợi nhuận gộp cho năm 2023-2025 lên lần lượt là 19,2%; 19,4% và 19,9% (so với 18,8%; 19,1% và 18,9% trong dự báo trước đây). Theo dự báo mới, doanh thu 6 tháng cuối năm 2023 sẽ tăng 8,6% so với cùng kỳ và lợi nhuận thuần tăng 23,4% so với cùng kỳ (so với mức giảm 53% so với cùng kỳ trong 6 tháng đầu năm 2023).

Chúng tôi dự báo giá xuất khẩu sẽ tăng bình quân 5,9% trong năm 2023-2025 dựa trên số liệu 6 tháng đầu năm 2023 và dự báo nhu cầu sẽ hồi phục theo mùa vụ.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 29% trong 3 tháng qua, VHC hiện có P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,6 lần, cao hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2019 ở mức 7,8 lần.

HSC đã chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2024; và cộng với dự báo lợi nhuận năm 2023-2025 được điều chỉnh tăng, chúng tôi đã nâng 40% giá mục tiêu lên 92.000đ từ 65.700đ trong dự báo trước đây. HSC nâng khuyến nghị lên Mua vào với tiềm năng tăng giá 20%.

Cuối năm: Tháng 12	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,476	2,584	2,124 ▲	2,233 ▲	2,535 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,099	1,977	1,411 ▲	1,496 ▲	1,760 ▲
EPS ĐC (đồng)	6,040	10,822	7,695 ▲	8,155 ▲	9,595 ▲
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
BVPS (đồng)	31,776	41,036	46,646	52,656	60,081 ▲
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.6	6.15	7.35	6.95	6.38
P/E ĐC (lần)	12.7	7.08	9.95	9.39	7.98
Lợi suất cổ tức (%)	2.61	2.61	2.61	2.61	2.61
P/B (lần)	2.41	1.87	1.64	1.45	1.27
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	52.8	79.2	(28.9)	5.99	17.7
ROAE (%)	20.1	29.7	17.6	16.4	17.0

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

KQKD dự báo chuyển biến tích cực trong nửa cuối năm 2023 nhờ lượng xuất khẩu và biên lợi nhuận cải thiện

HSC nâng bình quân 14,6% dự báo lợi nhuận năm 2023-2025 lên lần lượt 1.421 tỷ đồng (giảm 28,1% so với năm 2022), 1.496 tỷ đồng (tăng trưởng 10% so với năm 2023) và 1.760 tỷ đồng (tăng trưởng 17,7% so với năm 2024). Chúng tôi kỳ vọng giá xuất khẩu bình quân 6 tháng cuối năm 2023 sẽ tăng vừa phải so với 6 tháng đầu năm nhờ nhu cầu tăng theo mùa vụ cộng với chi phí nguyên liệu giảm sẽ hỗ trợ lợi nhuận. Tóm lại, HSC nâng 40% giá mục tiêu dựa trên phương pháp DCF lên 92.000đ và nâng khuyến nghị lên Mua vào với tiềm năng tăng giá 20%.

KQKD Q2/2023: Cải thiện mạnh so với quý trước và vượt kỳ vọng

VHC đã công bố KQKD Q2/2023 với doanh thu thuần giảm 35,6% so với cùng kỳ xuống còn 2.724 tỷ đồng và lợi nhuận thuần giảm 47,7% so với cùng kỳ xuống còn 412 tỷ đồng. Doanh thu sụt giảm chủ yếu xuất phát từ sản phẩm cá tra với doanh thu giảm 43,6% so với cùng kỳ vì lượng tiêu thụ giảm 30% so với cùng kỳ và giá bán bình quân giảm 17%. Doanh thu phụ phẩm cũng giảm đáng kể, giảm 40,5% so với cùng kỳ.

So với quý trước, doanh thu thuần tăng 22,6% và lợi nhuận thuần tăng 88,3%. Doanh thu tăng so với quý trước chủ yếu nhờ doanh thu từ cá tra (tăng 22% so với quý trước) và doanh thu phụ phẩm (tăng 21,5% so với quý trước) hồi phục mạnh nhờ số ngày xuất khẩu quay trở lại mức bình thường sau dịp Tết nguyên đán. Trong khi đó, lợi nhuận thuần tăng so với quý trước chủ yếu nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp tăng lên 20,7% từ 17,3% trong Q1/2023. Tỷ suất lợi nhuận gộp Q2/2023 cải thiện nhờ giá nguyên liệu ước tính giảm 6% so với quý trước.

Lũy kế 6 tháng đầu năm 2023, tổng doanh thu đạt 4.945 tỷ đồng, giảm 34% so với cùng kỳ và lợi nhuận thuần đạt 631 tỷ đồng, giảm 53% so với cùng kỳ; lần lượt đạt 45,4% và 52,4% dự báo của HSC cho cả năm 2023. KQKD 6 tháng đầu năm 2023 cao hơn kỳ vọng của HSC.

Bảng 7: KQKD Q2/2023 và 6 tháng đầu năm 2023, VHC

Lợi nhuận thuần Q2/2023 giảm 47,7% so với cùng kỳ từ mức nền cao trong Q2/2022 nhưng tăng 88% so với quý trước

Tỷ đồng	Q2/22	Q1/23	Q2/23	% sv cùng kỳ	% sv quý trước	6T22	6T23	% sv cùng kỳ	% dự báo cũ HSC
Doanh thu thuần	4,226	2,222	2,724	-35.6%	22.6%	7,494	4,945	-34.0%	45.4%
Lợi nhuận gộp	1,097	384	563	-48.7%	46.5%	1,875	947	-49.5%	
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	25.9%	17.3%	20.7%			25.0%	19.1%		
Lãi (lỗ) tài chính ròng	-3	-7	50			26	42	65.1%	
Chi phí BH&QL	-212	-120	-114	-46.1%	-5.0%	-354	-234	-34.1%	
Chi phí BH&QL/DT	5.0%	5.4%	4.2%			4.7%	4.7%		
Thu nhập thuần khác	-4	2	6	-251.6%	191.6%	-6	8		
LNTT	879	260	504	-42.6%	93.9%	1,541	764	-50.5%	
Lợi nhuận thuần	789	219	412	-47.7%	88.3%	1,337	631	-52.8%	52.4%

Nguồn: VHC

Bảng 8: Cơ cấu doanh thu theo dòng sản phẩm, VHC

Doanh thu cá tra và phụ phẩm Q2/2023 tăng 22% và 21,5% so với quý trước, nhưng giảm so với cùng kỳ

Tỷ đồng	Q2/22	Q1/23	Q2/23	% sv cùng kỳ	% sv quý trước	6T22	6T23	% sv cùng kỳ
Cá tra	2,810	1,300	1,586	-43.6%	22.0%	4,955	2,886	-41.8%
Phụ phẩm	721	353	429	-40.5%	21.5%	1,133	782	-31.0%
Collagen và Gelatin	231	178	169	-26.8%	-5.1%	451	347	-23.0%
Sản phẩm GTGT	45	32	28	-37.8%	-12.5%	83	60	-28.1%
Sản phẩm khác	416	390	457	9.9%	17.2%	875	847	-3.2%

Nguồn: VHC

Doanh thu cá tra tăng 22% so với quý trước nhờ lượng xuất khẩu và giá bán bình quân tăng

Doanh thu các sản phẩm chủ chốt không đồng đều trong Q2/2023. Doanh thu cá tra (đóng góp chính vào lợi nhuận của VHC) giảm mạnh 44% so với cùng kỳ xuống còn 1.586 tỷ đồng nhưng vẫn cao hơn 22% so với quý trước. Theo ước tính của HSC, lượng xuất khẩu đã tăng 24,3% so với quý trước và giá bán bình quân tăng 6% so với quý trước lên 3,6 USD/kg. Tuy nhiên, so với cùng kỳ, lượng xuất khẩu vẫn giảm 29,7% so với cùng kỳ trong khi giá bán bình quân giảm 16,7% so với cùng kỳ.

Doanh thu phụ phẩm cũng tăng 21,5% so với quý trước lên 429 tỷ đồng nhưng vẫn thấp hơn 41% so với cùng kỳ. Trong khi đó doanh thu collagen & gelatin và sản phẩm giá trị gia tăng lần lượt giảm 5,1% và 12,5% so với quý trước xuống còn 169 tỷ đồng (giảm 27% so với cùng kỳ) và 28 tỷ đồng (giảm 38% so với cùng kỳ).

Tính chung 6 tháng đầu năm 2023, doanh thu cá tra đạt 2.886 tỷ đồng, giảm 42% so với cùng kỳ do lượng xuất khẩu (giảm 30% so với cùng kỳ) và giá bán bình quân (giảm 17,6% so với cùng kỳ xuống còn 3,5 USD/kg) giảm.

Doanh thu xuất khẩu sang thị trường Mỹ và Trung Quốc có sự cải thiện mạnh mẽ so với quý trước

Doanh thu xuất khẩu sang Mỹ giảm 56,4% so với cùng kỳ xuống còn 927 tỷ đồng, doanh thu xuất khẩu sang EU giảm 24,4% so với cùng kỳ xuống còn 405 tỷ đồng trong khi doanh thu xuất khẩu sang Trung Quốc giảm 22,7% so với cùng kỳ xuống còn 324 tỷ đồng.

Tuy nhiên, so với quý trước, xuất khẩu sang Mỹ và Trung Quốc đã có sự cải thiện mạnh mẽ, lần lượt tăng 31,1% và 43,4%. Doanh thu xuất khẩu sang các thị trường còn lại tăng 24,4% so với quý trước. Trái lại, doanh thu xuất khẩu sang EU tiếp tục giảm gần 20% so với quý trước.

Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện so với quý trước nhưng vẫn thấp hơn so với cùng kỳ vì giá xuất khẩu giảm

Tỷ suất lợi nhuận gộp Q2/2023 đạt 20,7%; thấp hơn so với Q2/2022 ở mức 25,8% (nhưng cao hơn Q1/2023 ở mức 17,3%). Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm so với cùng kỳ chủ yếu vì giá xuất khẩu giảm 16,7% trong khi giá nguyên liệu đầu vào chỉ giảm 13% cộng với lượng xuất khẩu cũng giảm 29,7%.

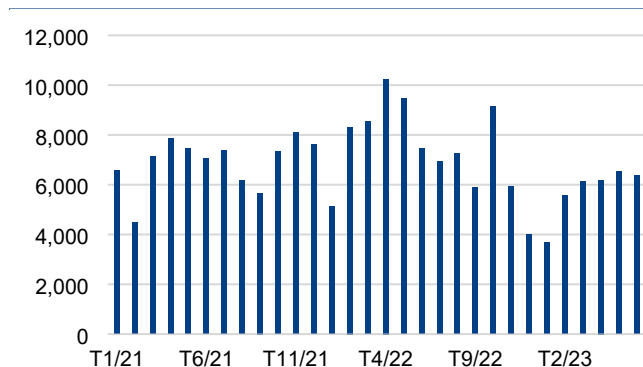
Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận gộp Q2/2023 tăng so với Q1/2023 ở mức 17,3% nhờ giá nguyên liệu đầu vào ước tính giảm 6% so với quý trước.

Bảng 9: Cơ cấu doanh thu theo thị trường, VHC

Doanh thu xuất khẩu sang Mỹ và Trung Quốc giảm đáng kể so với quý trước

Tỷ đồng	Q2/22	Q1/23	Q2/23	% sv cùng kỳ	% sv quý trước	6T22	6T23	% sv cùng kỳ
Mỹ	2,125	707	927	-56.4%	31.1%	3,735	1,634	-56.2%
EU	536	505	405	-24.4%	-19.8%	949	910	-4.2%
Trung Quốc	419	226	324	-22.7%	43.4%	687	550	-20.0%
Các nước còn lại	1,143	814	1,013	-11.4%	24.4%	2,126	1,827	-14.1%

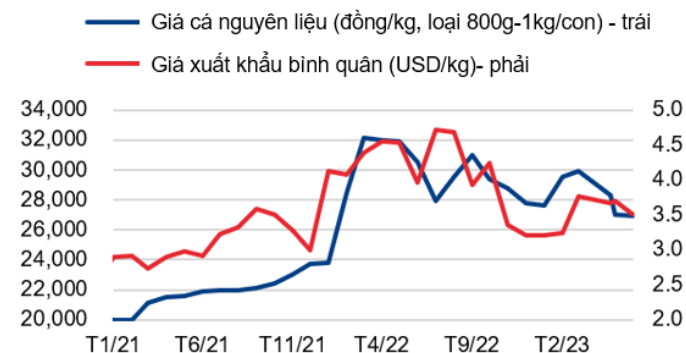
Nguồn: VHC

Biểu đồ 10: Giá trị xuất khẩu cá tra hàng tháng (tấn), VHC
KNXK Q2/2023 tăng 24,3% so với quý trước

Nguồn: Agromonitor

Biểu đồ 11: Giá cá tra nguyên liệu và xuất khẩu, VHC

Giá cá tra nguyên liệu giảm 6% so với quý trước và 9% so với đầu năm, hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận gộp



Nguồn: Agromonitor

Lợi nhuận 6 tháng cuối năm 2023 dự báo tăng 23% so với cùng kỳ nhờ lượng tiêu thụ tăng và giá cá nguyên liệu giảm

Nhờ nhu cầu tăng cao theo mùa vụ, HSC dự báo lượng xuất khẩu cá tra 6 tháng cuối năm 2023 sẽ tăng 17% so với 6 tháng đầu năm và tăng 3,4% so với cùng kỳ đạt 40.342 tấn. Ngoài ra, nhờ giá cá nguyên liệu (giảm 5,2% so với cùng kỳ và giảm 2,5% so với 6 tháng đầu năm 2023), tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ tăng lên 19,2% (so với 19,2% trong 6 tháng đầu năm 2023 và 19,1% trong 6 tháng cuối năm 2022).

Dựa trên giả định lượng tiêu thụ và tỷ suất lợi nhuận tích cực hơn, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần 6 tháng cuối năm 2023 tăng 23,4% so với cùng kỳ, cho thấy sự chuyển biến tích cực sau 3 quý liên tiếp lợi nhuận suy giảm.

Bảng 12: Dự báo lợi nhuận 6 tháng cuối năm 2023, VHC

chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần 6 tháng cuối năm 2023 tăng 23,4% so với cùng kỳ

Tỷ đồng	6T cuối 2022	6T/2023	6T cuối 2023	% so với cùng kỳ	% so với nửa đầu năm
Doanh thu thuần	5,746	4,945	6,243	8.6%	26.2%
Giá vốn hàng bán	4,647	3,998	5,044	8.5%	26.1%
Lợi nhuận gộp	1,099	947	1,199	9.1%	26.6%
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	19.1%	19.1%	19.2%		
Thu nhập tài chính thuần	38	42	0		
Chi phí BH&QL	(366)	(234)	(290)	-20.8%	24.2%
Chi phí BH&QL/DT	6.4%	4.7%	4.6%		
Lợi nhuận HĐ	769	756	909	18.1%	20.2%
Thu nhập thuần khác	9	8	2	-74.6%	-68.6%
LNTT	779	764	911	16.9%	19.3%
Lợi nhuận thuần	640	631	790	23.4%	25.1%

Nguồn: HSC

Bảng 13: Giả định đối với các dòng doanh thu cá tra 6 tháng cuối năm 2023, VHC

Chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ sẽ tăng 3,4% so với cùng kỳ.

	2H22	1H23	2H23F	Growth y/y	Growth H/H
Sản lượng xuất khẩu (tấn)	39,003	34,458	40,342	3.4%	17.1%
Giá xuất khẩu (USD/kg)	4.1	3.5	4.0	-4.6%	11.7%
Giá trị xuất khẩu (triệu)	162	122	160	-1.4%	30.8%

Nguồn: HSC

Nâng dự báo lợi nhuận năm 2023-2025

HSC nâng bình quân 14,6% dự báo lợi nhuận năm 2023-2025 lên lần lượt 1.421 tỷ đồng (giảm 28,1% so với năm 2022), 1.496 tỷ đồng (tăng trưởng 10% so với năm 2023) và 1.760 tỷ đồng (tăng trưởng 17,7% so với năm 2024). Chúng tôi cũng lần lượt nâng nhẹ 2,6%; 4,2% và 6% dự báo doanh thu thuần lên 11.188 tỷ đồng (giảm 15,5% so với năm 2022), 12.087 tỷ đồng (tăng trưởng 8% so với năm 2023) và 13.129 tỷ đồng (tăng trưởng 8,6% so với năm 2024).

Dựa trên KQKD 6 tháng đầu năm 2023, HSC nâng dự báo doanh thu cho sản phẩm cá tra fillet và sản phẩm khác nhưng giảm dự báo doanh thu cho sản phẩm C&G và phụ phẩm. Ở sản phẩm cá tra fillet (sản phẩm chính của Công ty), chúng tôi nâng nhẹ bình quân 5,9% giả định giá xuất khẩu dựa trên kỳ vọng giá xuất khẩu sẽ cải thiện trong 6 tháng cuối năm 2023 nhờ nhu cầu tăng theo mùa vụ.

Giả định tỷ suất lợi nhuận gộp cho năm 2023-2025 hiện lần lượt ở mức 19,2%; 19,4% và 19,9%; chủ yếu vì HSC nâng giả định tỷ suất lợi nhuận gộp sản phẩm cá tra fillet nhờ giá xuất khẩu bình quân tăng và chi phí đầu vào giảm.

Thông tin chi tiết về các giả định dự báo của chúng tôi được trình bày trong Bảng 14-16 dưới đây.

Bảng 14: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2023-2025, VHC

HSC nâng bình quân 14,6% dự báo lợi nhuận năm 2023-2025, chủ yếu dựa trên giả định giá xuất khẩu trung bình tăng

Tỷ đồng	2023				2024				2025			
	Dự báo cũ	Dự báo mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Dự báo cũ	Dự báo mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Dự báo cũ	Dự báo mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh
Doanh thu thuần	10,902	11,188	-15.5%	2.6%	11,602	12,087	8.0%	4.2%	12,385	13,129	6.0%	8.6%
Lợi nhuận thuần	1,205	1,421	-28.1%	17.9%	1,360	1,496	5.2%	10.0%	1,516	1,760	16.0%	17.7%

Nguồn: HSC

Bảng 15: Giả định doanh thu theo dòng sản phẩm, VHC

HSC nâng dự báo doanh thu cho sản phẩm cá tra fillet và sản phẩm khác nhưng giảm dự báo doanh thu cho sản phẩm C&G và phụ phẩm, theo số liệu thực tế nửa đầu năm 2023..

Tỷ đồng	2023				2024				2025			
	Dự báo cũ	Dự báo mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Dự báo cũ	Dự báo mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Dự báo cũ	Dự báo mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh
Cá tra fillet	6,252	6,620	-21.7%	5.9%	6,477	6,858	3.6%	5.9%	6,787	7,186	5.9%	6,252
C&G	890	750	-15.3%	-15.7%	907	765	2.0%	-15.7%	926	780	-15.7%	890
Phụ phẩm	1,913	1,739	-25.0%	-9.1%	2,104	1,913	10.0%	-9.1%	2,323	2,064	-11.1%	1,913
SP khác	1,847	2,078	14.8%	12.5%	2,113	2,551	22.8%	20.7%	2,349	3,099	31.9%	1,847

Nguồn: HSC

Bảng 16: Dự báo xuất khẩu cá tra fillet, VHC

chúng tôi nâng nhẹ bình quân 5,9% giả định giá xuất khẩu giai đoạn 2023-2025

	2023F				2024				2025F			
	Dự báo cũ	Dự báo mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Dự báo cũ	Dự báo mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Dự báo cũ	Dự báo mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)	74.8	74.8	-15.3%	0.0%	76.2	76.2	1.9%	0.0%	78.3	78.3	2.7%	74.8
Giá xuất khẩu (USD/kg)	3.6	3.8	-10.0%	5.9%	3.6	3.8	2.1%	5.9%	3.6	3.8	0.0%	3.6
Giá trị xuất khẩu (triệu)	266	282	-23.8%	5.9%	277	293	4.0%	5.9%	284	301	2.7%	266

Nguồn: HSC

Nâng 40% giá mục tiêu; nâng khuyến nghị lên Mua vào

HSC nâng 40% giá mục tiêu lên 92.000đ (từ 65.700đ trước đây), tương đương tiềm năng tăng giá 20,1%. Tại giá mục tiêu mới, P/E dự phóng năm 2023 là 11,9 lần và năm 2024 là 10,4 lần.

Dưới đây là các giả định định giá của chúng tôi:

- Nâng bình quân 14,6% dự báo lợi nhuận năm 2023-2025.
- Các giả định trong mô hình DCF: lãi suất phi rủi ro chung của HSC ở mức 4% (giảm từ 5% trước đây), phần bù rủi ro vốn CSH chung của HSC ở mức 8,5% (tăng từ 8% trước đây) và hệ số beta là 1,15 (từ 1,2 trước đây theo cập nhật trên Bloomberg). Chúng tôi duy trì giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn ở mức 2%. Theo đó, giả định chi phí vốn bình quân WACC là 11,7%.
- Chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2024.

Bảng 17: Tính toán FCFF, VHC

Tỷ đồng	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2027F
EBIT	1,622	1,676	1,935	2,002	2,163	2,336
Thu nhập thuần trừ nợ vay	1,396	1,437	1,654	1,715	1,848	1,987
Cộng: Khấu hao	502	557	600	467	419	444
Trừ: đầu tư TSCĐ	(772)	(723)	(753)	(653)	(682)	(500)
Trừ: Tăng vốn lưu động	532	(896)	59	(169)	(1,159)	(682)
UFCF	1,657	376	1,561	1,361	427	1,249

Nguồn: HSC

Bảng 18: Tính toán WACC, VHC

Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.5%
Beta	1.15
Chi phí vốn CSH	13.8%
Lãi suất TB	6.5%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	13.5%
Chi phí nợ sau thuế	5.7%
Tỷ trọng nợ	75.0%
WACC	11.7%

Nguồn: HSC

Bảng 19: Giá mục tiêu, VHC

Giá mục tiêu cuối năm 2023 (đồng/cp)	77,500
Giá mục tiêu cuối năm 2024 (đồng/cp)	106,400
Giá mục tiêu dự phóng 12 tháng	92,000
EV/EBITDA 2023 của VHC tại giá mục tiêu	11.9x
EV/EBITDA 2024 của VHC tại giá mục tiêu	11.3x

Nguồn: HSC

Bảng 20: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với các giả định chính, VHC

Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2% và lãi suất phi rủi ro là 4%

Lãi suất phi rủi ro		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.5%
	3.0%	93,000	93,400	93,900	94,500	95,100
	3.5%	92,000	92,400	92,900	93,400	94,000
	4.0%	91,200	91,500	92,000	92,400	92,900
	4.5%	90,300	90,700	91,100	91,500	92,000
	5.0%	89,600	89,900	90,200	90,600	91,100

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu VHC đã tăng 20% và 29% trong 1 và 3 tháng qua, nhiều khả năng là nhờ hoạt động xuất khẩu Q2/2023 cải thiện so với Q1/2023 và kỳ vọng nhu cầu tại các thị trường chủ chốt hồi phục trong 6 tháng cuối năm 2023. Theo đó, hiện VHC có P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,6 lần; cao hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2019 ở mức 8 lần nhưng vẫn chiết khấu 27% so với bình quân các doanh nghiệp cùng ngành ở mức 13,5 lần.

Biểu đồ 21: P/E trượt dự phóng 1 năm, VHC

Hiện VHC có P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,6 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 22: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/E bình quân, VHC

... cao hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân ở mức 8 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

Bảng 23: So sánh với các công ty cùng ngành

VHC hiện giao dịch ở mức chiết khấu 27% so với bình quân các doanh nghiệp cùng ngành ở mức 13,5 lần

Công ty	Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	2023F P/E	2024F P/E
Sao Ta Foods Jsc.	FMC VN	133.2	8.1	7.2
Minh Phu Corporation	MPC VN	312.4	27	23.7
Nam Viet Corporation	ANV VN	208.8	10.6	8.1
Aquatex Ben Tre	ABT VN	16.2	6.8	6.2
INTL Development and INV corp.	IDI VN	136.0	17.6	15.7
Vinh Hoan Corp.	VHC: VN	592.3	9.9	9.4
Trung vị		136.0	13.5	11.8

Nguồn: Bloomberg, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Doanh thu	9,054	13,239	11,188	12,087	13,129
Lợi nhuận gộp	1,756	2,974	2,146	2,349	2,617
Chi phí BH&QL	(557)	(721)	(524)	(673)	(683)
Thu nhập khác	19.1	34.4	0	0	0
Chi phí khác	(26.9)	(30.7)	0	0	0
EBIT	1,191	2,257	1,622	1,676	1,935
Lãi vay thuần	88.6	63.3	42.4	86.6	139
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(0.44)	0.22	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	1,280	2,320	1,665	1,762	2,074
Chi phí thuế TNDN	(173)	(306)	(226)	(238)	(280)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(7.59)	(37.7)	(27.1)	(28.5)	(33.6)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	1,099	1,977	1,411	1,496	1,760
Lợi nhuận thuần ĐC	1,099	1,977	1,411	1,496	1,760
EBITDA ĐC	1,476	2,584	2,124	2,233	2,535
EPS (đồng)	6,040	10,822	7,695	8,155	9,595
EPS ĐC (đồng)	6,040	10,822	7,695	8,155	9,595
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	182	183	183	183	183
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	182	183	183	183	183
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	182	183	183	183	183

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Tiền & tương đương tiền	195	554	1,147	1,240	576
Đầu tư ngắn hạn	1,272	1,767	2,631	2,631	4,660
Phải thu khách hàng	2,132	2,432	2,226	2,949	2,755
Hàng tồn kho	1,793	2,713	2,284	2,432	2,653
Các tài sản ngắn hạn khác	150	172	176	182	191
Tổng tài sản ngắn hạn	5,543	7,638	8,464	9,435	10,836
TSCĐ hữu hình	2,335	3,088	3,402	3,611	3,806
TSCĐ vô hình	293	301	292	284	276
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	55.9	55.9	50.0	50.0	50.0
Đầu tư vào Cty LD,LK	10.3	10.5	11.3	11.3	11.3
Tài sản dài hạn khác	501	487	465	438	414
Tổng tài sản dài hạn	3,195	3,942	4,221	4,394	4,557
Tổng cộng tài sản	8,738	11,580	12,685	13,829	15,393
Nợ ngắn hạn	1,735	2,214	2,535	2,535	2,535
Phải trả người bán	340	448	435	449	483
Nợ ngắn hạn khác	517	732	618	584	678
Tổng nợ ngắn hạn	2,680	3,694	3,739	3,753	3,922
Nợ dài hạn	156	175	178	178	178
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0.63	5.98	5.98	5.98	5.98
Nợ dài hạn khác	6.47	0.34	0.34	0.34	0.34
Tổng nợ dài hạn	164	181	184	184	184
Tổng nợ phải trả	2,854	3,884	3,933	3,947	4,115
Vốn chủ sở hữu	5,782	7,525	8,554	9,656	11,017
Lợi ích cổ đông thiểu số	102	171	198	227	260
Tổng vốn chủ sở hữu	5,884	7,696	8,752	9,883	11,278
Tổng nợ phải trả và VCSH	8,738	11,580	12,685	13,829	15,393
BVPS (đ)	31,776	41,036	46,646	52,656	60,081
Nợ thuần/(tiền mặt)	1,696	1,835	1,565	1,473	2,137

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
EBIT	1,191	2,257	1,622	1,676	1,935
Khấu hao	(285)	(327)	(502)	(557)	(600)
Lãi vay thuần	88.6	63.3	42.4	86.6	139
Thuế TNDN đã nộp	(204)	(63.0)	(226)	(238)	(280)
Thay đổi vốn lưu động	(839)	(1,592)	532	(896)	58.6
Khác	(101)	270	(98.6)	(210)	(201)
LCT thuần từ HKKD	332	1,199	2,331	889	2,112
Đầu tư TS dài hạn	(588)	(1,114)	(772)	(723)	(753)
Góp vốn & đầu tư	(1,936)	(2,213)	0	0	0
Thanh lý	4.61	13.5	0	0	0
Khác	1,676	1,807	372	351	404
LCT thuần từ HĐĐT	(843)	(1,507)	(400)	(372)	(349)
Cổ tức trả cho CSH	0	0	(367)	(367)	(367)
Thu từ phát hành CP	0	184	0	0	0
Tăng/giảm nợ	665	485	(971)	(57.2)	(2,062)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	665	669	(1,337)	(424)	(2,428)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	40.8	195	554	1,147	1,240
LCT thuần trong kỳ	155	361	594	92.9	(665)
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.26)	(2.76)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	195	554	1,147	1,240	576
Dòng tiền tự do	(256)	84.8	1,558	166	1,360

Các chỉ số tài chính	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	19.4	22.5	19.2	19.4	19.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	16.3	19.5	19.0	18.5	19.3
Tỷ suất LNT (%)	12.1	14.9	12.6	12.4	13.4
Thuế TNDN hiện hành (%)	13.5	13.2	13.6	13.5	13.5
Tăng trưởng doanh thu (%)	28.7	46.2	(15.5)	8.04	8.62
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	67.7	75.0	(17.8)	5.14	13.5
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	52.8	79.9	(28.6)	5.99	17.7
Tăng trưởng EPS (%)	52.8	79.2	(28.9)	5.99	17.7
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	52.8	79.2	(28.9)	5.99	17.7
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	33.1	18.5	26.0	24.5	20.8
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	20.1	29.7	17.6	16.4	17.0
ROACE (%)	21.1	32.4	19.3	17.6	18.0
Vòng quay tài sản (lần)	1.14	1.30	0.92	0.91	0.90
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.28	0.53	1.44	0.53	1.09
Số ngày tồn kho	89.7	96.5	92.2	91.1	92.1
Số ngày phải thu	107	86.5	89.8	111	95.7
Số ngày phải trả	17.0	15.9	17.6	16.8	16.8
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	30.0	24.7	18.5	15.6	19.6
Nợ/tài sản (%)	22.1	20.8	21.5	19.8	17.8
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	1.31	0.93	1.29	1.23	1.08
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.07	2.07	2.26	2.51	2.76
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.73	1.20	1.40	1.28	1.23
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.6	6.15	7.35	6.95	6.38
P/E (lần)	12.7	7.08	9.95	9.39	7.98
P/E ĐC (lần)	12.7	7.08	9.95	9.39	7.98
P/B (lần)	2.41	1.87	1.64	1.45	1.27
Lợi suất cổ tức (%)	2.61	2.61	2.61	2.61	2.61

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

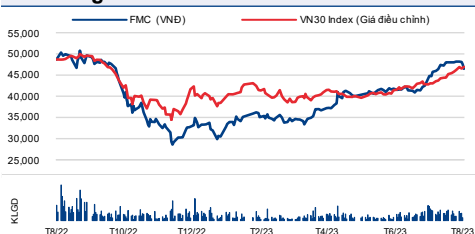
Giá mục tiêu: VNĐ56,200 (từ VNĐ46,500)

Tiềm năng tăng/giảm: 20.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (4/8/2023)	46,500
Mã Bloomberg	FMC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	28,587-50,694
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	47,700
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	3,041
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	128
Slg CP lưu hành (tr.đv)	65.4
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	32.0
Slg CP NN được mua (tr.đv)	12.4
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	30.1%
Tỷ lệ freefloat	0%
Cổ đông lớn	ĐT CP tập đoàn PAN (37.8%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	3.79	15.2	(4.50)
So với chỉ số	(4.92)	(2.72)	(0.91)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2023F	5,765	5,287	9.0
2024F	6,425	6,404	0.3
2025F	7,055	7,049	0.1

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

FMC là doanh nghiệp xuất khẩu tôm lớn thứ 3 Việt Nam, tập trung vào phân khúc hàng chất lượng cao và chế biến sâu.

Tăng trưởng nhờ tăng tỷ trọng tôm tự nuôi; nâng khuyến nghị lên Mua vào

- Với tiềm năng tăng giá 21% dựa trên giá mục tiêu theo phương pháp DCF ở mức 56.200đ (nâng 16,6% sau khi sử dụng giả định định giá mới), HSC nâng khuyến nghị đối với FMC lên Mua vào từ Tăng tỷ trọng.
- Lợi nhuận thuần năm 2023-2025 dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 14,5% nhờ tỷ trọng tôm tự nuôi tăng giúp nâng cao tỷ suất lợi nhuận.
- Hiện FMC có P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,6 lần; chỉ cao hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2019 ở mức 7,2 lần nhưng thấp hơn so với bình quân các doanh nghiệp cùng ngành ở mức 13,5 lần. Hoàn toàn có cơ sở để FMC được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD 6 tháng đầu năm 2023

FMC đã công bố KQKD 6 tháng đầu năm 2023 với doanh thu thuần đạt 1.954 tỷ đồng (giảm 26,3% so với cùng kỳ) và lợi nhuận thuần đạt 124 tỷ đồng (giảm 25,8% so với cùng kỳ). Doanh thu thuần và lợi nhuận thuần giảm chủ yếu vì lượng tiêu thụ (giảm 30% so với cùng kỳ) giảm. Doanh thu thuần và lợi nhuận thuần 6 tháng đầu năm 2023 kém khả quan vì yếu tố mùa vụ, nhưng nói chung vẫn sát kỳ vọng, lần lượt đạt 34,9% và 30,4% dự báo của HSC cho cả năm 2023.

Tác động: Duy trì dự báo lợi nhuận năm 2023-2025

Sau khi phân tích KQKD 6 tháng đầu năm 2023 và triển vọng 6 tháng cuối năm 2023, HSC nói chung giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho năm 2023-2025 lần lượt tại 377 tỷ đồng (tăng trưởng 22,7% so với năm 2022), 420 tỷ đồng (tăng trưởng 0,3% so với năm 2023) và 461 tỷ đồng (tăng trưởng 9,8% so với năm 2024). Theo dự báo mới, doanh thu và lợi nhuận thuần 6 tháng cuối năm 2023 lần lượt giảm 11% và tăng 72% so với cùng kỳ. Lợi nhuận thuần 3 năm tăng trưởng với tốc độ CAGR 14,5%.

Mặc dù giảm bình quân 19,3% dự báo doanh thu thuần cho năm 2023-2025 sau khi hạ giả định lượng xuất khẩu, HSC nâng giả định tỷ suất lợi nhuận gộp nhờ sản lượng tôm tự nuôi tăng vì Công ty đã bắt đầu nuôi tôm tại 203 ha diện tích nuôi Vĩnh Thuận vào tháng 7/2023.

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu FMC đã tăng 15,2% trong 3 tháng qua, nhiều khả năng là nhờ H&DKD cải thiện trong Q2/2023. Theo đó, hiện FMC có P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,6 lần; cao hơn một chút so với bình quân từ tháng 1/2019 ở mức 7,2 lần.

HSC nâng 16,6% giá mục tiêu dựa trên phương pháp DCF lên 56.200đ sau khi chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2024 và thay đổi giả định định giá trong mô hình DCF. Tại giá mục tiêu mới, FMC có P/E dự phóng năm 2023-2024 lần lượt là 9,7 lần và 8,7 lần.

Mặc dù lợi nhuận các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản khác nhiều khả năng sẽ giảm từ nền cao năm 2022, lợi nhuận của FMC dự báo tiếp tục tăng trưởng trong năm 2023, và cả trong năm 2024-2025 nhờ chi phí được quản trị hiệu quả và chiến lược nâng tỷ trọng tôm tự nuôi. Chúng tôi tin rằng FMC xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ triển vọng lợi nhuận tích cực với tỷ trọng tôm tự nuôi tăng giúp nâng cao biên lợi nhuận.

Cuối năm: Tháng 12	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	351	401	486	578	621
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	267	308	377	420	461
EPS ĐC (đồng)	4,084	4,703	5,765	6,425	7,055
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
BVPS (đồng)	27,252	29,423	33,193	37,618	42,673
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.65	7.41	5.87	5.10	4.76
P/E ĐC (lần)	11.4	9.89	8.07	7.24	6.59
Lợi suất cổ tức (%)	4.30	4.30	4.30	4.30	4.30
P/B (lần)	1.71	1.58	1.40	1.24	1.09
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(11.4)	15.2	22.6	11.4	9.81
ROAE (%)	18.7	16.6	18.4	18.1	17.6

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Chuyên viên phân tích

Trương Hồng Kim

Trưởng phòng
kim.thong@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4850

Trần Hương Mỹ

Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng
my.th@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 362

Triển vọng tăng trưởng tích cực và định giá rẻ; nâng khuyến nghị lên Mua vào

Theo dự báo của HSC, lợi nhuận 3 năm tăng trưởng với tốc độ CAGR 14,5% từ nền cao năm 2022. Chúng tôi lạc quan về triển vọng dài hạn của các yếu tố căn bản của Công ty nhờ chiến lược mở rộng hoạt động nuôi tôm và nhu cầu thế giới cải thiện từ nửa cuối năm 2023 trở đi. Tóm lại, HSC nâng 16,6% giá mục tiêu dựa trên phương pháp DCF lên 56.200đ (từ 46.500đ trước đây). Nâng khuyến nghị lên Mua vào với tiềm năng tăng giá 21%.

Lợi nhuận 6 tháng đầu năm 2023 giảm 26% do lượng xuất khẩu giảm; sát kỳ vọng

FMC đã công bố KQKD 6 tháng đầu năm 2023 với doanh thu thuần đạt 1.954 tỷ đồng (giảm 26,3% so với cùng kỳ) và lợi nhuận thuần đạt 124 tỷ đồng (giảm 25,8% so với cùng kỳ). Doanh thu thuần và lợi nhuận thuần giảm chủ yếu vì lượng tiêu thụ (giảm 30% so với cùng kỳ) giảm.

Doanh thu thuần và lợi nhuận thuần 6 tháng đầu năm 2023 kém một phần vì yếu tố mùa vụ nhưng nói chung sát kỳ vọng, lần lượt đạt 34,9% và 30,4% dự báo của HSC cho cả năm 2023.

Bảng 24: KQKD 6 tháng đầu năm 2023, FMC

Lợi nhuận thuần giảm đáng kể giảm 25,8% so với cùng kỳ từ mức nền cao trong nửa đầu năm 2022

Tỷ đồng	Q2/22	Q2/23	% sv cùng kỳ	% đạt dự báo cũ của HSC 2023
Doanh thu thuần	2,739	2,041	-25.5%	34.9%
Giá vốn hàng bán	2,456	1,873	-23.7%	
Lợi nhuận gộp	282	168	-40.5%	
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	10.3%	8.2%		
Thu nhập tài chính thuần	12	11	-10.4%	
Chi phí BH&QL	(133)	(51)	-62.0%	
Chi phí BH&QL/DT	4.9%	2.5%		
Thu nhập thuần khác	2	0	-84.3%	
LNTT	163	128	-21.3%	
Lợi nhuận thuần	155	115	-25.8%	30.4%

Nguồn: FMC

Bảng 25: Cơ cấu doanh thu theo dòng sản phẩm nửa đầu năm 2023, FMC

Tỷ đồng	Q2/22	Q2/23	% sv cùng kỳ
Doanh thu tôm	2,651	1,954	-26.3%
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	9,617	6,709	-30.2%
Giá bán bình quân (nghìn đồng/kg)	276	291	5.6%
Doanh thu nông sản	122	88	-28.2%
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	872	705	-19.2%
Giá bán bình quân (nghìn đồng/kg)	140	124	-11.2%
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)			
Tôm	9.7%	7.2%	
Nông sản	49.7%	30.5%	

Nguồn: FMC

Xuất khẩu tôm giảm đáng kể so nhu cầu thế giới suy yếu

Doanh thu xuất khẩu tôm 6 tháng đầu năm 2023 đạt 1.954 tỷ đồng, giảm 26,3% so với cùng kỳ và đóng góp 96% vào tổng doanh thu.

Lượng xuất khẩu đạt 6.709 tấn, giảm 30,2% so với cùng kỳ trong khi giá bán bình quân tăng 5,6% so với cùng kỳ. Theo đó tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 7,2%; thấp hơn so với mức 9,7% trong 6 tháng đầu năm 2022.

Lượng xuất khẩu 6 tháng đầu năm 2023 giảm vì nhu cầu thế giới suy yếu.

Xuất khẩu nông sản giảm một nửa

Lũy kế 6 tháng đầu năm 2023, doanh thu xuất khẩu nông sản đạt 88 tỷ đồng, giảm 28,2% so với cùng kỳ. Lượng xuất khẩu giảm 19,2% so với cùng kỳ còn 705 tấn, trong khi giá bán bình quân giảm 11,2% so với cùng kỳ. Theo đó, tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 30,5% so với 49,7% trong 6 tháng đầu năm 2022.

Chi phí vận chuyển giảm hỗ trợ lợi nhuận

Tính chung 6 tháng đầu năm 2023, chi phí bán hàng & quản lý là 51 tỷ đồng, giảm 62% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ chi phí vận chuyển giảm 70,5% so với cùng kỳ (xuống còn 29 tỷ đồng từ 97 tỷ đồng trong 6 tháng đầu năm 2022) nhờ cước vận tải giảm. Theo đó, tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu là 2,5% so với 4,9% trong 6 tháng đầu năm 2022.

Triển vọng 6 tháng cuối năm 2023: Tích cực hơn nhờ tỷ trọng tôm tự nuôi tăng

Theo dự báo mới, doanh thu 6 tháng cuối năm 2023 giảm 11% so với cùng kỳ (nhưng tăng 29,3% so với 6 tháng đầu năm). Trái lại, lợi nhuận thuần 6 tháng cuối năm 2023 dự báo tăng 72% so với cùng kỳ (tăng 129% so với 6 tháng đầu năm). HSC sẽ phân tích chi tiết như dưới đây:

Lượng xuất khẩu dự báo tăng so với cùng kỳ trong 6 tháng cuối năm 2023

Theo ban lãnh đạo FMC, nhu cầu sản phẩm tôm đã và đang cải thiện từ cuối tháng 5 và tháng 6. So với các tháng trước, thời gian gần đây đã có nhiều khách hàng đến thăm quan và khảo sát tại Công ty, từ đó đơn hàng đã tăng lên. Như vậy, HSC dự báo doanh thu 6 tháng cuối năm 2023 sẽ tích cực hơn.

Chúng tôi dự báo lượng tiêu thụ 6 tháng cuối năm 2023 đạt 8.634 tấn, tăng 2,4% so với cùng kỳ và 28,7% so với 6 tháng đầu năm 2023.

Tỷ suất lợi nhuận gộp dự báo tăng nhờ tỷ trọng tôm tự nuôi tăng và giá tôm nguyên liệu giảm

FMC đang nuôi tôm tại trang trại Vĩnh Thuận từ tháng 7/2023. Trang trại Vĩnh Thuận có diện tích 203 ha và được FMC mua lại vào năm 2021. Nhờ có thêm diện tích nuôi, FMC dự báo sản lượng tôm nguyên liệu tự nuôi trong năm 2023 sẽ tăng lên 10.000 tấn (chiếm 35% trong tổng tôm nguyên liệu) từ 6.500 tấn trong năm 2022 (chiếm 23% trong tổng tôm nguyên liệu).

Sản lượng tôm tự nuôi tăng sẽ giúp giảm chi phí sản xuất và giữ vững tỷ suất lợi nhuận. Tôm nguyên liệu tự nuôi thường rẻ hơn 20-30% so với mua ngoài thị trường.

Trong khi đó, giá tôm nguyên liệu đang giảm. Từ đầu năm, giá tôm đã giảm 15-30% tùy vào cỡ tôm, và điều này sẽ giúp cải thiện tỷ suất lợi nhuận trong 6 tháng cuối năm 2023.

Bảng 26: Dự báo lợi nhuận 6 tháng cuối năm 2023, FMC

Lợi nhuận thuần 6 tháng cuối năm 2023 được dự báo sẽ tăng 72% so với cùng kỳ và 129% so với 6 tháng đầu năm, chủ yếu nhờ tỷ trọng tôm tự nuôi tăng

Tỷ đồng	6T cuối 2022	6T/2023	6T cuối 2023	% so với cùng kỳ	% so với nửa đầu năm
Doanh thu thuần	2,963	2,041	2,639	-10.9%	29.3%
Giá vốn hàng bán	2,618	1,873	2,230	-14.8%	19.1%
Lợi nhuận gộp	345	168	409	18.4%	143.4%
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	11.7%	8.2%	15.5%		
Thu nhập tài chính thuần	5	11	11	113.5%	0.0%
Chi phí BH&QL	(188)	(51)	(145)	-22.8%	185.2%
Chi phí BH&QL/DT	6.3%	2.5%	5.5%		
Thu nhập thuần khác	3	0	0	0.0%	0.0%
LNTT	165	128	275	66.3%	114.3%
Lợi nhuận thuần	153	115	263	71.8%	128.7%

Nguồn: HSC

Bảng 27: Giả định đối với các dòng sản phẩm 6 tháng cuối năm 2023, FMC

Chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ tôm và nông sản sẽ tăng so với nửa đầu năm và so với cùng kỳ

	6T cuối 2022	6T/2023	6T cuối 2023	% so với cùng kỳ	% so với nửa đầu năm
Doanh thu tôm (Tỷ đồng)	2,837	1,954	2,524	-11.0%	29.2%
Sản lượng (tấn)	8,437	6,709	8,637	2.4%	28.7%
Giá bán bình quân (nghìn đồng/kg)	336	291	292	-13.1%	0.4%
Doanh thu nông sản (Tỷ đồng)	92	88	178	94.6%	103.9%
Sản lượng (tấn)	930	705	1,335	43.6%	89.4%
Giá bán bình quân (nghìn đồng/kg)	99	124	134	35.5%	7.7%

Nguồn: HSC

Dự báo cho năm 2023-2025 gần như giữ nguyên

HSC gần như giữ nguyên dự báo cho năm 2023-2025 sau khi nâng giả định tỷ suất lợi nhuận nhưng giảm 19,8% giả định lượng xuất khẩu. Chúng tôi tin rằng tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ cải thiện theo thời gian và cao hơn trước đây nhờ tỷ trọng tôm tự nuôi tăng. HSC cũng giảm giả định tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu xuống 4,2% từ 5,2% trước đây dựa trên kết quả thực hiện 6 tháng đầu năm 2023.

Những giả định và dự báo chủ chốt của chúng tôi như sau:

- Giảm bình quân 19,3% dự báo doanh thu xuất khẩu tôm cho năm 2023-2025. Cụ thể, chúng tôi nâng nhẹ 4,3% giả định giá bán bình quân cho năm 2023-2025 nhưng giảm bình quân 19,8% giả định lượng tiêu thụ dựa trên kết quả thực hiện 6 tháng đầu năm 2023.
- Nâng giả định tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2023 lên 12,3% từ 11,9% trước đây. HSC đồng thời nâng giả định tỷ suất lợi nhuận gộp cho năm 2024-2025 lên lần lượt 12,6% và 12,8% từ 12,1% và 12,3% trong dự báo trước đây.

Bảng 28: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2023-2025, FMC

Giảm bình quân 19,3% dự báo doanh thu xuất khẩu tôm cho năm 2023-2025, do giả định sản lượng tiêu thụ giảm, trong khi dự báo lợi nhuận thuần về cơ bản không thay đổi

Tỷ đồng	2023				2024				2025			
	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Doanh thu thuần	5,850	4,680	-20.0%	-17.9%	6,324	5,060	-20.0%	8.1%	6,837	5,470	-20.0%	8.1%
Lợi nhuận thuần	377	377	0.1%	22.7%	419	420	0.3%	11.3%	461	461	0.1%	9.8%

Nguồn: HSC

Bảng 29: Các giả định theo dòng sản phẩm, FMC

Giảm dự báo sản lượng xuất khẩu tôm 19,8%, dựa trên thực tế 6 tháng đầu năm

	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	% tăng trưởng
2023				
Xuất khẩu tôm				
Doanh thu (Tỷ đồng)	5,584	4,478	-19.8%	-18.4%
Sản lượng xuất khẩu (tấn)	19,969	15,346	-23.2%	-15.0%
Giá xuất khẩu (nghìn đồng/kg)	280	292	4.2%	-4.0%
Xuất khẩu sản phẩm nông sản				
Giá trị xuất khẩu (Tỷ đồng)	266	202	-24.0%	-5.3%
Sản lượng xuất khẩu (tấn)	2,040	1,550	-24.0%	-13.9%
Giá xuất khẩu (000VND/kg)	130	130	0.3%	10.0%
2024				
Xuất khẩu tôm				
Doanh thu (Tỷ đồng)	6,040	4,843	-19.8%	8.1%
Sản lượng xuất khẩu (tấn)	20,967	16,113	-23.1%	5.0%
Giá xuất khẩu (nghìn đồng/kg)	288	301	4.4%	3.0%
Xuất khẩu sản phẩm nông sản				
Giá trị xuất khẩu (Tỷ đồng)	285	217	-24.0%	7.1%
Sản lượng xuất khẩu (tấn)	2,142	1,628	-24.0%	5.0%
Giá xuất khẩu (000VND/kg)	133	133	0.0%	2.0%
2025				
Xuất khẩu tôm				
Doanh thu (Tỷ đồng)	6,532	5,238	-19.8%	8.2%
Sản lượng xuất khẩu (tấn)	22,016	16,919	-23.2%	5.0%
Giá xuất khẩu (nghìn đồng/kg)	297	310	4.2%	3.0%
Xuất khẩu sản phẩm nông sản				
Giá trị xuất khẩu (Tỷ đồng)	305	232	-24.0%	7.1%
Sản lượng xuất khẩu (tấn)	2,249	1,709	-24.0%	5.0%
Giá xuất khẩu (000VND/kg)	136	136	-0.2%	2.0%

Nguồn: HSC

Bảng 30: Điều chỉnh giả định tỷ suất lợi nhuận gộp và chi phí BH&QL/DT, FMC

	2023			2024			2025		
	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh
Tỷ suất lợi nhuận gộp	11.9%	12.3%	0.4pct	12.1%	12.6%	0.5pct	12.3%	12.8%	0.5pct
Chi phí BH&QL/DT	5.2%	4.2%	-1pct	5.2%	4.2%	-1pct	5.2%	4.2%	-1pct
Tỷ suất LNTT	6.9%	8.6%	1.7pct	7.1%	8.9%	1.8pct	7.2%	9.0%	1.8pct
Tỷ suất lợi nhuận thuần	6.4%	8.1%	1.7pct	6.6%	8.3%	1.7pct	6.7%	8.4%	1.7pct

Ghi chú: pct: điểm phần trăm
Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC nâng 16,6% giá mục tiêu lên 56.200đ (từ 46.500đ trước đây) và nâng khuyến nghị lên Mua vào với tiềm năng tăng giá 21%.

Thông tin cụ thể đằng sau định giá của chúng tôi như sau:

- Gần như giữ nguyên dự báo cho năm 2023-2025 với lợi nhuận 3 năm tăng trưởng với tốc độ CAGR 14,5%.
- Trong mô hình DCF, HSC sử dụng giả định lãi suất phi rủi ro 4% (giảm từ 5% trước đây), phần bù rủi ro vốn CSH 8,5% (tăng từ 8% trước đây) và hệ số beta là 1 (giữ nguyên). Theo đó chi phí vốn bình quân WACC là 10,1% (thấp hơn so với mức 10,6% trong lần cập nhật gần nhất phát hành vào tháng 4/2023).
- Chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2024.

HSC trình bày tính toán và giả định định giá trong Bảng 31-33. Chúng tôi cũng trình bày phân tích độ nhạy đối với lãi suất phi rủi ro và tốc độ tăng trưởng dài hạn trong Bảng 34.

Bảng 31: Tính toán FCFF, FMC

Tỷ đồng	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2027F
EBIT	382	427	470	523	581	765
Thu nhập thuần trừ nợ vay	370	414	456	508	564	743
Cộng: Khấu hao	104	151	151	151	151	19
Trừ: đầu tư TSCĐ	(476)	(436)	(366)	(266)	(216)	(46)
Trừ: Tăng vốn lưu động	140	(95)	(35)	(70)	(212)	(329)
UFCF	139	36	207	324	289	388

Nguồn: HSC

Bảng 32: Tính toán WACC, FMC

Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phản bù rủi ro vốn CSH	8.5%
Beta	1.0
Chi phí vốn CSH	12.5%
Lãi suất TB	4.5%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	2.8%
Chi phí nợ sau thuế	4.4%
Tỷ trọng nợ	30.0%
WACC	10.1%

Nguồn: HSC

Bảng 33: Giá mục tiêu, FMC

Giá mục tiêu cuối năm 2023 (đồng/cp)	50,800
Giá mục tiêu cuối năm 2024 (đồng/cp)	61,600
Giá mục tiêu dự phóng 12 tháng	56,200
EV/EBITDA 2023 của FMC tại giá mục tiêu	9.7x
EV/EBITDA 2024 của FMC tại giá mục tiêu	8.7x

Nguồn: HSC

Bảng 34: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với các giả định chính (đồng), FMC

Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2% và lãi suất phi rủi ro là 4%

Lãi suất phi rủi ro		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.5%
	4.0%	49,300	53,800	59,400	66,700	76,700
	4.5%	48,200	52,400	57,700	64,600	73,800
	5.0%	47,100	51,200	56,200	62,700	71,200
	5.5%	46,200	50,000	54,800	60,900	69,000
	6.0%	45,300	49,000	53,500	59,300	66,900

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu FMC đã tăng 15,2% trong 3 tháng qua, nhiều khả năng là nhờ kỳ vọng hoạt động xuất khẩu Q2/2023 cải thiện so với Q1/2023 khi các nền kinh tế lớn hồi phục. Theo đó, hiện FMC có P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,6 lần; cao hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2019 ở mức 7,2 lần nhưng chiết khấu 40% so với bình quân các doanh nghiệp cùng ngành ở mức 13,5 lần (và chúng tôi thấy điều này là không hợp lý).

Biểu đồ 35: P/E trượt dự phóng 1 năm, FMC

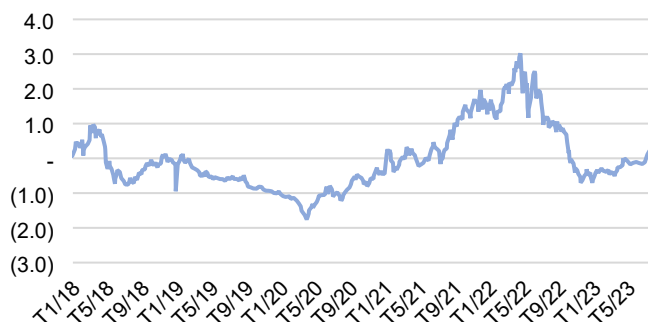
Hiện FMC có P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,6 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 36: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/E bình quân, FMC

... cao hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân ở mức 7,2 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

Bảng 37: So sánh với các công ty cùng ngành

FMC hiện giao dịch chiết khấu 40% so với bình quân các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	2023F P/E	2024F P/E
Sao Ta Foods Jsc.	FMC VN	133.2	8.1	7.2
Minh Phu Corporation	MPC VN	312.4	27.0	23.7
Nam Viet Corporation	ANV VN	208.8	10.6	8.1
Aquatex Ben Tre	ABT VN	16.2	6.8	6.2
INTL Development and INV corp.	IDI VN	136.0	17.6	15.7
Vinh Hoan Corp.	VHC: VN	592.3	9.9	9.4
Trung vị		136.0	13.5	11.8

Nguồn: Bloomberg, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Doanh thu	5,199	5,702	4,680	5,060	5,470
Lợi nhuận gộp	529	628	577	638	698
Chi phí BH&QL	(264)	(321)	(196)	(211)	(228)
Thu nhập khác	3.20	5.10	0	0	0
Chi phí khác	(0.01)	(0.49)	0	0	0
EBIT	268	311	382	427	470
Lãi vay thuần	20.8	16.9	21.4	22.1	23.3
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	289	328	403	449	493
Chi phí thuế TNDN	(1.87)	(8.91)	(11.3)	(12.6)	(13.8)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(20.1)	(12.0)	(14.7)	(16.4)	(18.0)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	267	308	377	420	461
Lợi nhuận thuần ĐC	267	308	377	420	461
EBITDA ĐC	351	401	486	578	621
EPS (đồng)	4,084	4,703	5,765	6,425	7,055
EPS ĐC (đồng)	4,084	4,703	5,765	6,425	7,055
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Sig CP bình quân (triệu đv)	65.4	65.4	65.4	65.4	65.4
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	65.4	65.4	65.4	65.4	65.4
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	65.4	65.4	65.4	65.4	65.4

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Tiền & tương đương tiền	770	585	1,002	905	898
Đầu tư ngắn hạn	24.8	11.1	22.1	44.3	88.6
Phải thu khách hàng	377	280	314	319	327
Hàng tồn kho	941	929	655	759	826
Các tài sản ngắn hạn khác	37.7	71.7	41.5	48.4	56.5
Tổng tài sản ngắn hạn	2,150	1,877	2,035	2,075	2,196
TSCĐ hữu hình	450	862	1,233	1,517	1,731
TSCĐ vô hình	0.87	2.44	2.28	2.23	2.17
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	98.5	248	157	160	198
Tổng tài sản dài hạn	550	1,112	1,392	1,680	1,931
Tổng cộng tài sản	2,700	2,989	3,426	3,755	4,127
Nợ ngắn hạn	415	515	815	815	815
Phải trả người bán	97.9	82.9	70.0	81.5	83.2
Nợ ngắn hạn khác	187	236	182	197	218
Tổng nợ ngắn hạn	713	863	1,088	1,114	1,140
Nợ dài hạn	0.74	0.84	0.68	0.74	0.81
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	0.74	0.84	0.68	0.74	0.81
Tổng nợ phải trả	723	873	1,098	1,125	1,152
Vốn chủ sở hữu	1,782	1,924	2,170	2,460	2,790
Lợi ích cổ đông thiểu số	195	192	158	170	184
Tổng vốn chủ sở hữu	1,977	2,116	2,328	2,630	2,975
Tổng nợ phải trả và VCSH	2,700	2,989	3,426	3,755	4,127
BVPS (đ)	27,252	29,423	33,193	37,618	42,673
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(354)	(69.0)	(186)	(88.7)	(81.7)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
EBIT	268	311	382	427	470
Khấu hao	(83.2)	(89.4)	(104)	(151)	(151)
Lãi vay thuần	20.8	16.9	21.4	22.1	23.3
Thuế TNDN đã nộp	(1.87)	(8.91)	(11.3)	(12.6)	(13.8)
Thay đổi vốn lưu động	(126)	47.8	177	(89.7)	(48.6)
Khác	(59.7)	(21.9)	(88.3)	(89.8)	(69.0)
LCT thuần từ HKKD	178	435	582	415	518
Đầu tư TS dài hạn	(278)	(439)	(476)	(436)	(366)
Góp vốn & đầu tư	25.7	(135)	(11.1)	(22.1)	(44.3)
Thanh lý	0.56	0.93	0	0	0
Khác	19.1	57.3	62.5	67.5	73.0
LCT thuần từ HĐĐT	(233)	(515)	(424)	(390)	(337)
Cổ tức trả cho CSH	(98.1)	(142)	(131)	(131)	(131)
Thu từ phát hành CP	682	(0.00)	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(29.2)	41.2	390	9.06	(57.7)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	555	(101)	259	(122)	(189)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	770	585	1,002	905	898
LCT thuần trong kỳ	501	(181)	417	(96.9)	(6.93)
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.37	(3.48)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1,271	401	1,419	808	891
Dòng tiền tự do	(99.5)	(3.48)	106	(20.6)	153

Các chỉ số tài chính	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	10.2	11.0	12.3	12.6	12.8
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	6.76	7.03	10.4	11.4	11.4
Tỷ suất LNT (%)	5.14	5.39	8.05	8.30	8.43
Thuế TNDN hiện hành (%)	0.65	2.71	2.80	2.80	2.80
Tăng trưởng doanh thu (%)	17.8	9.67	(17.9)	8.10	8.11
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	16.1	14.1	21.2	19.0	7.41
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	18.2	15.2	22.6	11.4	9.81
Tăng trưởng EPS (%)	(11.4)	15.2	22.6	11.4	9.81
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(11.4)	15.2	22.6	11.4	9.81
Tăng trưởng DPS (%)	(20.0)	0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	49.0	42.5	34.7	31.1	28.3
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	18.7	16.6	18.4	18.1	17.6
ROACE (%)	17.4	15.1	17.1	17.1	16.7
Vòng quay tài sản (lần)	2.36	2.00	1.46	1.41	1.39
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.67	1.40	1.52	0.97	1.10
Số ngày tồn kho	73.5	66.8	58.3	62.7	63.2
Số ngày phải thu	29.5	20.1	27.9	26.3	25.0
Số ngày phải trả	7.65	5.97	6.23	6.73	6.36
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(19.5)	(2.52)	(8.12)	(3.14)	(2.41)
Nợ/tài sản (%)	15.6	18.0	24.1	22.0	20.1
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	1.20	1.34	1.70	1.43	1.34
Chỉ số TT hiện thời (lần)	3.02	2.18	1.87	1.86	1.93
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.52	0.52	0.61	0.58	0.54
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.65	7.41	5.87	5.10	4.76
P/E (lần)	11.4	9.89	8.07	7.24	6.59
P/E ĐC (lần)	11.4	9.89	8.07	7.24	6.59
P/B (lần)	1.71	1.58	1.40	1.24	1.09
Lợi suất cổ tức (%)	4.30	4.30	4.30	4.30	4.30

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Giảm tỷ trọng (từ Năm giữ)

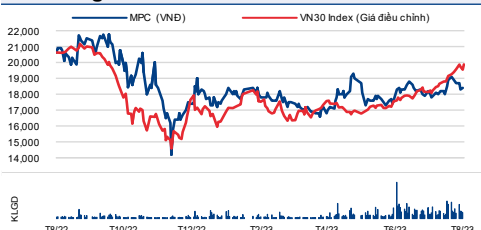
Giá mục tiêu: VNĐ16,900 (từ VNĐ18,200)

Tiềm năng tăng/giảm: -7.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (4/8/2023)	18,300
Mã Bloomberg	MPC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	14,200-21,763
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	18,380
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	7,318
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	308
Slg CP lưu hành (tr.đv)	400
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	196
Slg CP NN được mua (tr.đv)	45.5
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	37.6%
Tỷ lệ freefloat	31.0%
Cổ đông lớn	MPM Investment (35.1%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	0.55	(2.14)	(11.3)
So với chỉ số	(7.90)	(17.4)	(7.95)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2023F	717	1,301	(44.9)
2024F	1,009	1,703	(40.7)
2025F	1,056	-	N/a

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

MPC là doanh nghiệp xuất khẩu tôm lớn nhất Việt Nam với chuỗi giá trị khép kín. Kim ngạch xuất khẩu tôm của MPC chiếm khoảng 20% tổng kim ngạch xuất khẩu tôm của cả nước.

Chuyên viên phân tích

Trương Hồng Kim

Trưởng phòng
kim.thong@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4850

Trần Hương Mỹ

Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng
my.th@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 362

Lợi nhuận năm 2023 được dự báo sẽ giảm 65%; hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng

- Chúng tôi hạ 7,1% giá mục tiêu xuống 16.900đ, sau khi hạ dự báo lợi nhuận năm 2023-2024 và chuyển giai đoạn cơ sở định giá sang giữa năm 2024. Do giá mục tiêu hiện thấp hơn 8,2% so với thị giá, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với MPC xuống Giảm tỷ trọng.
- Chúng tôi hạ bình quân 47% dự báo lợi nhuận thuần trong năm 2023-2024. Theo đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ giảm 65% trong năm 2023 do cạnh tranh gay gắt tại thị trường Mỹ và kinh tế toàn cầu yếu, sau đó sẽ chỉ hồi phục nhẹ trong năm 2024-2025.
- MPC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 24,6 lần, cao hơn 2,1 lần độ lệch chuẩn so với mức bình quân trong quá khứ là 13,5 lần (tính từ tháng 1/2019) và cũng cao hơn đáng kể so với mức bình quân của các công ty cùng ngành là 13,5 lần.

Sự kiện: Phân tích KQKD 6 tháng đầu năm 2023 và triển vọng

MPC công bố KQKD 6 tháng đầu năm 2023 gây thất vọng với doanh thu thuần giảm mạnh 48,4% so với cùng kỳ và lỗ thuần là 86 tỷ đồng (so với lãi thuần 242 tỷ đồng trong 6 tháng đầu năm 2022). MPC ghi nhận lỗ thuần do giá trị xuất khẩu tôm giảm 41,8% và mảng nuôi tôm ghi nhận lỗ.

Chúng tôi dự báo nửa cuối năm 2023 sẽ tiếp tục khó khăn với doanh thu xuất khẩu giảm so với cùng kỳ chủ yếu do cạnh tranh gay gắt tại thị trường Mỹ và nhu cầu toàn cầu yếu, nhưng sẽ cải thiện so với nửa đầu năm nhờ nhu cầu mang tính mùa vụ và chi phí đầu vào hạ nhiệt.

Tác động: Hạ dự báo năm 2023-2024, đưa ra dự báo năm 2025

Sau khi phân tích KQKD 6 tháng đầu năm 2023, HSC hạ 25,7% dự báo doanh thu năm 2023-2024 do chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo sản lượng xuất khẩu. Trong khi đó, chúng tôi giảm bình quân 47% dự báo lợi nhuận thuần năm 2023-2024 xuống lần lượt 287 tỷ đồng (giảm 65,1% so với cùng kỳ) và 327 tỷ đồng (tăng trưởng 14,1%), sau KQKD 6 tháng đầu năm 2023 ảm đạm. Theo dự báo mới, doanh thu và lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2023 sẽ lần lượt giảm 12,5% và 36,3% so với cùng kỳ.

Chúng tôi cũng đưa ra dự báo năm 2025 với lợi nhuận thuần tăng trưởng 4,0% đạt 340 tỷ đồng.

Định giá và khuyến nghị

MPC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 24,6 lần, cao hơn 2,1 lần độ lệch chuẩn so với mức bình quân trong quá khứ là 13,5 lần (tính từ tháng 1/2019).

Chúng tôi hạ 7,1% giá mục tiêu xuống 16.900đ (từ 18.200đ trước đó), thấp hơn 8,2% so với thị giá, sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận và chuyển giai đoạn cơ sở định giá sang giữa năm 2024. Chúng tôi cho rằng MPC đang có định giá đắt. Do giá mục tiêu thấp hơn 8% so với thị giá, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với MPC xuống Giảm tỷ trọng, từ Năm giữ.

Mặc dù lợi nhuận MPC được kỳ vọng sẽ cải thiện trong nửa cuối năm so với nửa đầu năm 2023 nhờ hiệu ứng mùa vụ và chi phí đầu vào giảm, nhu cầu trong nửa cuối năm 2023 và cả năm 2023 vẫn yếu so với năm 2022 do cạnh tranh và điều kiện kinh tế ảm đạm tại các thị trường chủ lực như Mỹ và EU.

Cuối năm: Tháng 12	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	914	1,250	547 ▼	450 ▼	471 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	642	823	287 ▼	403 ▼	422 ▼
EPS ĐC (đồng)	1,606	2,058	717 ▼	1,009 ▼	1,056 ▼
DPS (đồng)	500	500	500 ▼	500 ▼	500 ▼
BVPS (đồng)	13,402	14,119	13,914 ▼	14,168 ▼	14,450 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.2	8.43	18.5	22.1	20.3
P/E ĐC (lần)	11.4	8.89	25.5	18.1	17.3
Lợi suất cổ tức (%)	2.73	2.73	2.73	2.73	2.73
P/B (lần)	1.37	1.30	1.32	1.29	1.27
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(3.98)	28.2	(65.2)	40.8	4.61
ROAE (%)	12.2	15.0	5.11	7.19	7.38

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Cạnh tranh tại thị trường Mỹ kéo giảm lợi nhuận năm 2023

KQKD 6 tháng đầu năm 2023 của MPC gây thất vọng với doanh thu thuần giảm 48,8% so với cùng kỳ do nhu cầu thấp tại các thị trường chính (Mỹ và EU). Lỗ thuần 86 tỷ đồng do doanh thu thấp và các mảng kinh doanh ghi nhận lỗ. Triển vọng nửa cuối năm 2023 vẫn ảm đạm do tình hình cạnh tranh gay gắt với sản phẩm tôm của Ecuador và Ấn Độ tại thị trường Mỹ và kinh tế toàn cầu yếu. Theo đó, chúng tôi hạ bình quân 25,7% dự báo doanh thu năm 2023-2024, chủ yếu do điều chỉnh giảm dự báo sản lượng tiêu thụ. Chúng tôi cũng hạ bình quân 47% dự báo lợi nhuận thuần năm 2023-2024 và đưa ra dự báo năm 2025 với lợi nhuận thuần tăng trưởng 4,0%. HSC hạ 7,1% giá mục tiêu xuống 16.900đ (từ 18.200đ trước đó), thấp hơn 8% so với thị giá. Từ đó, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với MPC xuống Giảm tỷ trọng.

KQKD 6 tháng đầu năm 2023: ảm đạm do nhu cầu thấp và lỗ mảng nuôi tôm

MPC công bố KQKD kém tích cực trong Q2/2023 với lợi nhuận thuần chỉ là 11 tỷ đồng, giảm 92,5% so với cùng kỳ và doanh thu thuần là 2.350 tỷ đồng, giảm 47,7% so với cùng kỳ. Doanh thu sụt giảm chủ yếu do giá trị tôm xuất khẩu giảm, cả về sản lượng (giảm 37,7% so với cùng kỳ) và giá xuất khẩu bình quân (giảm 6,6% so với cùng kỳ). Trong khi đó, doanh thu thấp và tỷ suất lợi nhuận gộp sụt giảm trong mảng chế biến tôm khiến mảng nuôi tôm ghi nhận lỗ.

Lũy kế 6 tháng đầu năm 2023, doanh thu thuần của MPC là 4.472 tỷ đồng (giảm 48,8% so với cùng kỳ) và lỗ thuần 86 tỷ đồng (so với lãi thuần 242 tỷ đồng trong 6 tháng đầu năm 2022), tương đương lần lượt 39,2% và -16,6% dự báo cả năm 2023 trước đó của chúng tôi.

Bảng 38: KQKD Q2/2023 và 6 tháng đầu năm 2023, MPC

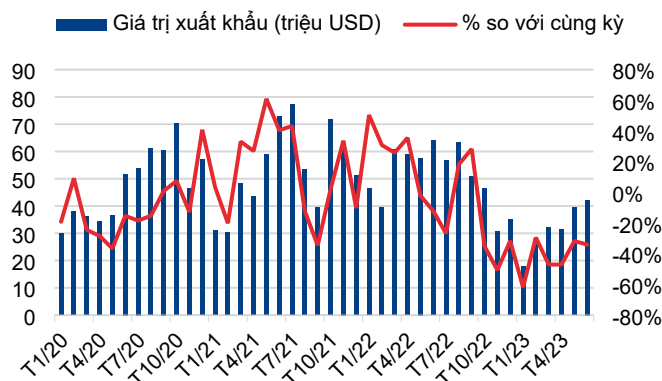
KQKD 6 tháng đầu năm 2023: ảm đạm do nhu cầu thấp và lỗ mảng nuôi tôm

Tỷ đồng	Q2/22	Q2/23	% sv cùng kỳ	6T22	6T23	% sv cùng kỳ	% dự báo HSC
Doanh thu thuần	4,491	2,350	-47.7%	8,730	4,472	-48.8%	39.2%
Lợi nhuận gộp	893	331	-62.9%	1,384	454	-67.2%	
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	19.9%	14.1%		15.9%	10.1%		
Chi phí tài chính thuần	(70)	(38)	-46.4%	(83)	(54)	-35.2%	
Chi phí BH&QL	(659)	(256)	-61.1%	(1,040)	(457)	-56.1%	
Chi phí BH&QL/DT	14.7%	10.9%		11.9%	10.2%		
Lợi nhuận HĐ	163	37	-77.4%	261	(57)		
Thu nhập thuần khác	(0)	3		4	1	-68.6%	
Lợi nhuận từ CT liên doanh, liên kết	5	22	338.3%	8	22	159.6%	
LNTT	168	61	-63.5%	274	(34)	N/a	
Lợi nhuận thuần	147	11	-92.5%	237	(86)	N/a	-16.6%

Nguồn: MPC

Bảng 39: KNXK hàng tháng, MPC

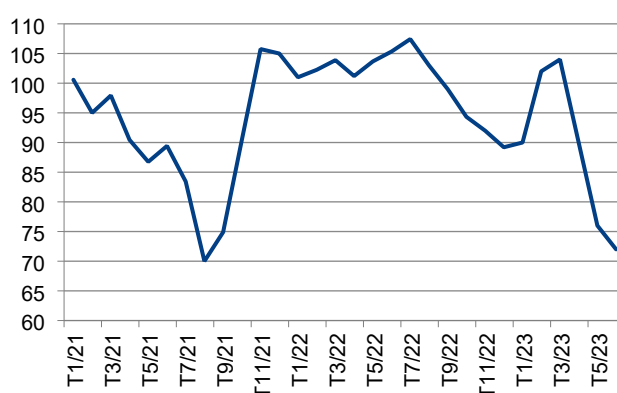
KNXK tháng 6/2023 giảm 25,4% so với cùng kỳ nhưng tăng 7,4% so với tháng trước



Nguồn: Agromonitor

Bảng 40: Giá mua tôm nguyên liệu, MPC (đồng/kg, loại 80 con/kg)

Giá mua tôm nguyên liệu giảm 30% so với cùng kỳ và 20% so với đầu năm



Nguồn: Agromonitor

Doanh thu tôm xuất khẩu giảm 41,8% so với cùng kỳ nhưng có sự cải thiện so với tháng trước

Trong 6 tháng đầu năm 2023, MPC xuất khẩu 190 triệu USD, giảm 41,8% so với mức nền cao trong 6 tháng đầu năm 2022, chỉ đạt 30% dự báo cả năm của chúng tôi là 637 triệu USD và thấp hơn 25% so với dự báo của chúng tôi là 254 triệu USD.

Tính riêng tháng 6/2023, giá trị xuất khẩu đạt 42,2 triệu USD, giảm 34% so với cùng kỳ, tháng giảm thứ 10 liên tiếp kể từ mức đỉnh đạt được trong tháng 8/2022. Tuy nhiên, tốc độ sụt giảm đã chậm lại ở mức 34% so với cùng kỳ, so với giảm 61,8% so với cùng kỳ trong tháng 1/2023 và giảm 47% so với cùng kỳ trong tháng 4/2023 do nhu cầu tại các thị trường chủ lực như Mỹ, EU và Nhật Bản đã gia tăng nhờ hiệu ứng mùa vụ. Trong khi đó, so với tháng trước giá trị xuất khẩu tháng 6/2023 tăng 7,6%. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu nhập khẩu của các thị trường lớn sẽ tiếp tục cải thiện so với tháng trước trong những tháng tới, trước kỳ nghỉ lễ trong giai đoạn cuối năm.

Mảng nuôi tôm lỗ ảnh hưởng tới lợi nhuận trong nửa đầu năm 2023

MPC giải trình KQKD âm đậm trong 6 tháng đầu năm 2023 chủ yếu do lỗ tại mảng nuôi tôm tại công ty TNHH Minh Phú Lộc An (MPC sở hữu 100% cổ phần), Minh Phú Kiên Giang (MPC sở hữu 99,89% cổ phần) và Minh Phú Ninh Thuận (MPC sở hữu 99,78% cổ phần). Chúng tôi đang chờ đợi BCTC đầy đủ để biết thêm thông tin chi tiết.

Lưu ý, nguồn cung tôm tự nuôi của MPC hiện đóng góp khoảng 10% nguyên liệu cho nhu cầu chế biến.

Triển vọng nửa cuối năm 2023

Tỷ suất lợi nhuận nhiều khả năng sẽ cải thiện trong nửa cuối năm 2023 do chi phí nguyên liệu giảm

Giá tôm nguyên liệu giảm mạnh 15-30% so với cùng kỳ và 10-20% so với đầu năm đối với từng kích cỡ. Trong khi giá xuất khẩu nhiều khả năng sẽ hồi phục trong nửa cuối năm 2023 nhờ nhu cầu tăng theo mùa, chi phí nguyên liệu giảm cũng sẽ hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận cải thiện.

Nhìn chung, doanh thu và lợi nhuận thuần 6 tháng đầu năm 2023 được dự báo sẽ giảm lần lượt 12,5% và 36,3% so với cùng kỳ.

Bảng 41: Dự báo lợi nhuận 6 tháng cuối năm 2023, MPC

Lợi nhuận thuần 6 tháng cuối năm 2023 được dự báo sẽ giảm 36% so với cùng kỳ so với lỗ 86 tỷ đồng trong 6 tháng đầu năm

Tỷ đồng	6T cuối 2022	6T/2023	6T cuối 2023	% so với cùng kỳ	% so với nửa đầu năm
Doanh thu thuần	7,695	4,472	6,737	-12.5%	50.6%
Lợi nhuận gộp	1,376	454	1,035	-24.8%	128.1%
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	17.9%	10.1%	15.4%		
Chi phí tài chính thuần	(56)	-54	(41)	-26.6%	-23.4%
Chi phí BH&QL	(678)	-457	(631)	-7.0%	38.1%
Chi phí BH&QL/DT	8.8%	10.2%	9.4%		
Lợi nhuận HĐ	673	-57	385	-42.9%	-774.9%
Thu nhập thuần khác	2	1	0		
Lợi nhuận từ CT liên doanh, liên kết	23	22	0	-100.0%	-100.0%
LNTT	666	(34)	362	-45.7%	n/a
Lợi nhuận thuần	586	(86)	373	-36.3%	

Nguồn: HSC

Hạ dự báo năm 2023-2024, đưa ra dự báo năm 2025

Do KQKD 6 tháng đầu năm 2023 kém tích cực, chúng tôi hạ 25,7% dự báo doanh thu năm 2023-2024, chủ yếu do chúng tôi giảm giả định sản lượng tiêu thụ. Chúng tôi cũng hạ bình quân 47% dự báo lợi nhuận thuần xuống lần lượt 287 tỷ đồng (giảm 65,1% so với cùng kỳ) và 227 tỷ đồng (giảm 49,3% so với cùng kỳ). Chúng tôi cũng đưa ra dự báo năm 2025 với lợi nhuận thuần tăng trưởng 4,0% đạt 340 tỷ đồng.

Các giả định chính như sau (Bảng 42-44):

- Chúng tôi hạ bình quân 27,3% dự báo sản lượng xuất khẩu trong giai đoạn 2023-2025. Theo đó, sản lượng xuất khẩu sẽ giảm 9% so với cùng kỳ trong năm 2023 và tăng trưởng 3% trong năm 2024-2025.
- Chúng tôi duy trì giả định giá bán bình quân trong năm 2023-2024 ở mức lần lượt 11,6 USD/kg và 11,8 USD/kg. Trong khi đó, chúng tôi dự báo giá bán bình quân sẽ tăng lên 12,0 USD/kg trong năm 2025.
- Chúng tôi hạ dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp trong năm 2023-2024 xuống lần lượt 13,3% và 13,6%, từ lần lượt 14% và 14,8% trước đó, do KQKD 6 tháng đầu năm 2023 kém tích cực.

Bảng 42: Điều chỉnh dự báo giai đoạn 2023-2025, MPC

2023 is forecast to drop sharply by 65.1% y/y to VND287bn, followed by an increase of 14.1% in 2024 and 4.0% in 2025.

Tỷ đồng	2023F				2024F				2025F	
	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Dự báo mới	Tăng trưởng
Doanh thu thuần	15,094	11,210	-25.7%	-31.8%	15,647	11,620	-25.7%	3.7%	12,452	7.2%
Lợi nhuận thuần	520	287	-44.9%	-65.2%	645	327	-49.3%	14.1%	340	4.0%

Nguồn: HSC

Bảng 43: Điều chỉnh các giả định, MPC

Chúng tôi hạ bình quân 18,7% giả định sản lượng xuất khẩu năm 2023-2024

Tỷ đồng	Old	New	Change	Growth y/y
2023	56,183	40,846	-27.3%	-9.0%
Sản lượng xuất khẩu (tấn)	11.6	11.6	0.0%	-10.2%
Giá xuất khẩu (USD/kg)	637	473	-25.7%	-4.7%
Doanh thu xuất khẩu				
2024	57,869	42,071	-27.3%	3.0%
Sản lượng xuất khẩu (tấn)	11.8	11.8	-0.4%	1.5%
Giá xuất khẩu (USD/kg)	666	494	-25.8%	4.5%
Doanh thu xuất khẩu				
2025		43,333		3.0%
Sản lượng xuất khẩu (tấn)		12.0		2.0%
Giá xuất khẩu (USD/kg)		519		5.1%
Doanh thu xuất khẩu	56,183	40,846	-27.3%	-9.0%

Nguồn: HSC

Bảng 44: Điều chỉnh dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp và chi phí BH&QL / doanh thu, MPC

tỷ đồng	2023F				2024F				2025F	
	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Dự báo mới	Tăng trưởng
Doanh thu thuần	15,094	11,210	-25.7%	-31.8%	15,647	11,620	-25.7%	3.7%	12,452	7.2%
Lợi nhuận gộp	2,119	1,489	-29.8%	-46.1%	2,322	1,577	-32.1%	6.0%	1,679	6.4%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	14.0%	13.3%			14.8%	13.6%			13.5%	
Chi phí BH&QL	1,464	1,087	-25.7%	-36.7%	1,518	1,127	-25.7%	3.7%	1,208	7.2%
Chi phí BH&QL/doanh thu	9.7%	9.7%			9.7%	9.7%			9.7%	
Lợi nhuận thuần	520	287	-44.9%	-65.2%	645	327	-49.3%	14.1%	340	4.0%

Nguồn: HSC

Kế hoạch cổ tức

Tại ĐHCĐ vừa qua, cổ đông đã thông qua cổ tức bằng tiền mặt là 411-617đ/cp từ lợi nhuận năm 2022, tương đương lợi suất cổ tức là 2,3-3,4% và tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức là 21-31,6%. Cổ tức bằng tiền mặt sẽ được chi trả trong nửa cuối năm 2023.

MPC cũng lên kế hoạch chi trả cổ tức bằng tiền mặt từ lợi nhuận năm 2023 với tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức dao động trong khoảng 50-70%.

Định giá và khuyến nghị

HSC hạ 7,1% giá mục tiêu xuống 16.900đ (từ 18.200đ trước đó) và hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng do giá mục tiêu thấp hơn 8% so với thị giá.

Chi tiết định giá của chúng tôi như sau:

- Chúng tôi hạ bình quân 47% dự báo lợi nhuận thuần năm 2023-2024.
- Trong mô hình DCF, chúng tôi áp dụng giả định lãi suất phi rủi ro là 4% (từ 5% trước đó), phần bù rủi ro vốn CSH là 8,5% (từ 8% trước đó) và beta là 0,9 (cập nhật của Bloomberg). Theo đó, WACC sẽ là 8,2% (từ 8,7% trong mô hình dự báo trước đó vào tháng 1/2023).
- Chúng tôi chuyển giai đoạn cơ sở định giá sang giữa năm 2024.

Chúng tôi tóm tắt tính toán và giả định định giá cơ sở trong Bảng 45-47. Chúng tôi cũng thực hiện phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định lãi suất phi rủi ro và tốc độ tăng trưởng dài hạn trong Bảng 48.

Bảng 45: Tính toán FCFF, MPC

Tỷ đồng	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
EBIT	401	450	471	470	468	464
Thu nhập thuần trừ nợ vay	364	407	426	426	425	423
Cộng: Khấu hao	146	159	159	159	161	160
Trừ: đầu tư TSCĐ	(572)	(409)	(5)	(16)	(58)	(13)
Trừ: Tăng vốn lưu động	1,054	308	134	(94)	17	252
UFCF	992	464	714	475	544	822

Nguồn: HSC

Bảng 46: Tính toán WACC, MPC

Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.5%
Beta	1.00
Chi phí vốn CSH	13%
Lãi suất TB	2.1%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	15.3%
Chi phí nợ sau thuế	1.8%
Tỷ trọng nợ	40.0%
WACC	8.2%

Nguồn: HSC

Bảng 47: Giá mục tiêu, MPC

Giá mục tiêu cuối năm 2023 (đồng/cp)	15,900
Giá mục tiêu cuối năm 2024 (đồng/cp)	17,800
Giá mục tiêu dự phóng 12 tháng	16,900
EV/EBITDA 2023 của MPC tại giá mục tiêu	26.6 lần
EV/EBITDA 2024 của MPC tại giá mục tiêu	23.3 lần

Nguồn: HSC

Bảng 48: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với các giả định chính, MPC

Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2% và lãi suất phi rủi ro là 4%

		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.5%
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	15,500	16,900	18,600	20,600	23,000
	4.5%	14,800	16,100	17,700	19,600	21,800
	5.0%	14,100	15,400	16,900	18,600	20,700
	5.5%	13,500	14,700	16,100	17,800	19,700
	6.0%	13,000	14,100	15,400	16,900	18,800

Nguồn: HSC

Bảng 49: So sánh với các công ty cùng ngành, MPC

MPC hiện giao dịch với P/E 2023 là 27 lần, cao hơn đáng kể so với bình quân các công ty cùng ngành là 13,5 lần

Công ty	Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	2023 P/E	2024 P/E
Fimex	FMC VN	133.2	8.1	7.2
Minh Phu Corporation	MPC VN	312.4	27	23.7
Nam Viet Corporation	ANV VN	208.8	10.6	8.1
Aquatex Ben Tre	ABT VN	16.2	6.8	6.2
INTL Development and INV corp.	IDI VN	136.0	17.6	15.7
Vinh Hoan Corp.	VHC: VN	592.3	9.9	9.4
Trung vị		136.0	13.5	11.8

Nguồn: Bloomberg, HSC

Bối cảnh định giá

MPC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 24,6 lần, cao hơn 2,1 lần độ lệch chuẩn so với mức bình quân trong quá khứ là 13,5 lần (tính từ tháng 1/2019).

Biểu đồ 50: P/E trượt dự phóng 1 năm, MPC

MPC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 24,6 lần

**Biểu đồ 51: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/E bình quân, MPC**

... cao hơn 2,1 lần độ lệch chuẩn so với mức bình quân trong quá khứ là 13,5 lần



BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Doanh thu	13,578	16,425	11,210	11,620	12,452
Lợi nhuận gộp	1,941	2,760	1,489	1,577	1,679
Chi phí BH&QL	(1,226)	(1,718)	(1,087)	(1,127)	(1,208)
Thu nhập khác	9.22	6.03	0	0	0
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	724	1,048	401	450	471
Lãi vay thuần	19.9	(140)	(95.3)	-	-
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	31.3	31.8	21.7	-	-
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	775	940	328	450	471
Chi phí thuế TNDN	(119)	(108)	(37.7)	(43.0)	(44.7)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(14.8)	(9.59)	(3.34)	(3.81)	(3.96)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	642	823	287	403	422
Lợi nhuận thuần ĐC	642	823	287	403	422
EBITDA ĐC	914	1,250	547	450	471
EPS (đồng)	1,606	2,058	717	1,009	1,056
EPS ĐC (đồng)	1,606	2,058	717	1,009	1,056
DPS (đồng)	500	500	500	500	500
Slg CP bình quân (triệu đv)	400	400	400	400	400
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	400	400	400	400	400
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	400	400	400	400	400

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Tiền & tương đương tiền	488	838	1,399	1,746	2,146
Đầu tư ngắn hạn	311	49.8	3.23	3.23	3.23
Phải thu khách hàng	1,833	1,528	1,336	1,411	1,456
Hàng tồn kho	4,462	5,047	3,981	3,666	3,507
Các tài sản ngắn hạn khác	85.7	98.2	76.0	83.9	77.2
Tổng tài sản ngắn hạn	7,179	7,561	6,795	6,911	7,189
TSCĐ hữu hình	1,732	2,459	2,979	3,226	3,072
TSCĐ vô hình	153	151	145	140	134
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	49.0	15.0	15.0	15.0	15.0
Đầu tư vào Cty LD,LK	223	206	206	206	206
Tài sản dài hạn khác	222	246	157	167	171
Tổng tài sản dài hạn	2,380	3,077	3,503	3,753	3,599
Tổng cộng tài sản	9,559	10,638	10,298	10,664	10,788
Nợ ngắn hạn	3,250	3,785	3,750	4,050	4,150
Phải trả người bán	352	431	209	236	230
Nợ ngắn hạn khác	218	242	193	211	234
Tổng nợ ngắn hạn	3,947	4,547	4,223	4,578	4,692
Nợ dài hạn	0	133	300	200	100
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	84.4	138	43.2	51.3	47.5
Nợ dài hạn khác	35.6	34.8	28.5	29.5	31.3
Tổng nợ dài hạn	120	306	372	281	179
Tổng nợ phải trả	4,067	4,853	4,595	4,859	4,871
Vốn chủ sở hữu	5,357	5,644	5,562	5,663	5,776
Lợi ích cổ đông thiểu số	135	141	141	141	141
Tổng vốn chủ sở hữu	5,492	5,785	5,703	5,805	5,917
Tổng nợ phải trả và VCSH	9,559	10,638	10,298	10,664	10,788
BVPS (đ)	13,402	14,119	13,914	14,168	14,450
Nợ thuần*/(tiền mặt)	2,762	3,079	2,652	2,504	2,105

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
EBIT	724	1,048	401	450	471
Khấu hao	(189)	(202)	(146)	-	-
Lãi vay thuần	19.9	(140)	(95.3)	-	-
Thuế TNDN đã nộp	(119)	(108)	(37.7)	(43.0)	(44.7)
Thay đổi vốn lưu động	(1,486)	(418)	1,055	307	135
Khác	(15.9)	(8.75)	(42.9)	(61.8)	(84.3)
LCT thuần từ HKKD	(687)	576	1,427	653	476
Đầu tư TS dài hạn	(537)	(868)	(572)	(409)	(4.67)
Góp vốn & đầu tư	#####	#####	46,549	0	0
Thanh lý	1.09	4.62	0	0	0
Khác	449,983	366,709	(46,351)	157	168
LCT thuần từ HĐĐT	332	(487)	(375)	(253)	163
Cổ tức trả cho CSH	(402)	(468)	(200)	(200)	(200)
Thu từ phát hành CP	6.33	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	158	761	(292)	148	(39.7)
Khác	(35.8)	(31.4)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(273)	262	(492)	(52.2)	(240)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,120	488	838	1,399	1,746
LCT thuần trong kỳ	(628)	350	560	348	400
Ảnh hưởng của tỷ giá	(3.96)	(0.28)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	488	838	1,399	1,746	2,146
Dòng tiền tự do	(1,224)	(292)	854	243	471

Các chỉ số tài chính	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	14.3	16.8	13.3	13.6	13.5
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	6.73	7.61	4.88	3.87	3.78
Tỷ suất LNT (%)	4.73	5.01	2.56	3.47	3.39
Thuế TNDN hiện hành (%)	15.3	11.5	11.5	9.55	9.50
Tăng trưởng doanh thu (%)	(5.25)	21.0	(31.8)	3.66	7.16
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	10.7	36.8	(56.2)	(17.7)	4.55
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(3.98)	28.2	(65.2)	40.8	4.61
Tăng trưởng EPS (%)	(3.98)	28.2	(65.2)	40.8	4.61
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(3.98)	28.2	(65.2)	40.8	4.61
Tăng trưởng DPS (%)	(50.0)	0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	31.1	24.3	69.7	49.5	47.4
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	12.2	15.0	5.11	7.19	7.38
ROACE (%)	13.2	17.9	6.60	7.40	7.73
Vòng quay tài sản (lần)	1.47	1.63	1.07	1.11	1.16
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	(0.95)	0.55	3.56	1.45	1.01
Số ngày tồn kho	140	135	149	133	119
Số ngày phải thu	57.5	40.8	50.2	51.3	49.3
Số ngày phải trả	11.0	11.5	7.85	8.58	7.78
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	53.5	55.4	48.7	45.4	37.5
Nợ/tài sản (%)	35.1	37.3	39.9	40.5	40.0
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	7.51	4.21	-	-
Nợ/EBITDA (lần)	3.67	3.17	7.50	9.59	9.16
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.82	1.66	1.61	1.51	1.53
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.75	0.64	0.90	0.86	0.77
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.2	8.43	18.5	22.1	20.3
P/E (lần)	11.4	8.89	25.5	18.1	17.3
P/E ĐC (lần)	11.4	8.89	25.5	18.1	17.3
P/B (lần)	1.37	1.30	1.32	1.29	1.27
Lợi suất cổ tức (%)	2.73	2.73	2.73	2.73	2.73

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn