

Ngành thủy sản: KQKD Q4/2023 cho thấy giai đoạn khó khăn nhất đã qua

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

- Q4/2023 là thời gian đầy thách thức đối với các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản, chủ yếu do giá bán giảm trong bối cảnh nhu cầu kém tích cực và chi phí nuôi trồng cao. Lợi nhuận thuần của hầu hết các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản đều giảm so với cùng kỳ, nhưng HSC tin rằng giai đoạn khó khăn nhất đã qua.
- Tình hình kinh tế thế giới dự báo sẽ cải thiện trong năm 2024, đặc biệt là trong nửa cuối năm, do lãi suất và lạm phát có khả năng giảm. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu đối với các sản phẩm thủy sản sẽ tăng lên và từ đó giúp nâng cao giá xuất khẩu.
- Lựa chọn hàng đầu của HSC trong ngành thủy sản là FMC (Mua vào, giá mục tiêu 56.200đ); đồng thời, chúng tôi cũng nâng khuyến nghị lên Mua vào đối với ANV (giá mục tiêu 37.300đ) và VHC (giá mục tiêu 78.400đ, điều chỉnh tăng 7%) nhờ triển vọng hồi phục tích cực của cả 3 công ty này.

Phân tích KQKD Q4/2023 & năm 2023: Kém tích cực

Tổng lợi nhuận thuần Q4/2023 của 3 công ty thủy sản trong danh sách khuyến nghị của HSC (ANV, FMC và VHC) đã giảm 65% so với cùng kỳ chủ yếu do giá xuất khẩu giảm (MPC hiện chưa công bố KQKD nhưng dự kiến cũng sẽ có diễn biến tương tự). Theo đó, lợi nhuận thuần cả năm 2023 của các công ty này giảm 59% so với mức nền cao năm 2022 do giá xuất khẩu giảm kéo dài và nhu cầu thế giới kém tích cực. Chi phí nguyên liệu đầu vào cao (thường có tỷ trọng cao trong hàng tồn kho) và giá thức ăn thủy sản cao kéo giảm tỷ suất lợi nhuận xuống mức thấp kỷ lục.

Kỳ vọng lợi nhuận phục hồi khi nhu cầu thế giới tích cực hơn

HSC dự báo lợi nhuận của cả 4 doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản trong danh sách khuyến nghị sẽ phục hồi mạnh mẽ trong năm 2024, tăng trưởng 72% nhờ những yếu tố sau: (1) mặt bằng lãi suất thế giới thấp và (2) nhu cầu cải thiện nhờ tình hình kinh tế tại các thị trường xuất khẩu chính khởi sắc.

Khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với FMC, lựa chọn hàng đầu của chúng tôi, với giá mục tiêu 56.200đ (tiềm năng tăng giá 24,6%) trên cơ sở định giá rẻ, tình hình tài chính tốt (tiền mặt thuần) và đội ngũ BLĐ giàu kinh nghiệm, giúp FMC trở thành công ty thủy sản ghi nhận kết quả tốt nhất trong một năm 2023 đầy thách thức.

HSC nâng khuyến nghị lên Mua vào đối với ANV và VHC. ANV (giá mục tiêu là 37.300đ) đang giao dịch với P/E thấp hơn bình quân quá khứ và lợi nhuận được dự báo sẽ phục hồi mạnh trong năm 2024 (với tốc độ tăng trưởng CAGR EPS 2 năm tới dự báo đạt 166%) nhờ thị phần tăng trong năm 2023 (đặc biệt là tại thị trường Trung Quốc).

Trong khi đó, triển vọng lợi nhuận của VHC (giá mục tiêu mới tăng 7% lên 78.400đ) được kỳ vọng cũng sẽ khởi sắc (với tốc độ tăng trưởng CAGR EPS 2 năm tới dự báo đạt 20%) nhờ tiếp tục mở rộng mảng collagen & gelatin có tỷ suất lợi nhuận cao, cùng bằng ĐKKT vững chắc (tiền mặt thuần).

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 5/2.

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
ANV	30,250	Mua vào	Tăng tỷ trọng	37,300	-	23.3	93.3	15.0	28.7	9.07	3.31	3.31
FMC	45,100	Mua vào	-	56,200	-	24.6	10.7	8.54	7.34	5.37	4.43	4.43
MPC	16,900	Nắm giữ	Giảm tỷ trọng	16,400	-	(2.96)	N/a	20.1	39.8	28.9	2.96	2.96
VHC	65,300	Mua vào	Tăng tỷ trọng	78,400	7.03	20.1	13.4	10.0	10.5	7.24	3.06	3.06

Giá cổ phiếu tại ngày 2/2/2024.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Kỳ vọng phục hồi nhờ giá bán và nhu cầu cải thiện

Tổng lợi nhuận thuần Q4/2023 của 3 công ty thủy sản (đã công bố KQKD) trong danh sách khuyến nghị của HSC đều kém khả quan (cả năm 2023 giảm 59% so với cùng kỳ) do giá xuất khẩu giảm (trong bối cảnh nhu cầu thế giới kém tích cực) và chi phí đầu vào cao làm giảm tỷ suất lợi nhuận. Cho năm 2024, giá xuất khẩu được dự báo sẽ tăng lên nhờ nhu cầu cải thiện trong bối cảnh nền kinh tế thế giới hồi phục và khả năng thiếu hụt nguồn cung do diện tích nuôi trồng thu hẹp sau khi giá xuất khẩu liên tục giảm trong 15-18 tháng qua.

Phân tích KQKD Q4/2023 & năm 2023: Lợi nhuận và KQKD kém tích cực

Tổng lợi nhuận thuần của 3 công ty xuất khẩu thủy sản trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi – ANV, VHC và FMC (MPC chưa công bố) – giảm 65,4% so với cùng kỳ. Trong 3 công ty này, FMC, doanh nghiệp xuất khẩu tôm, là công ty duy nhất ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận thuần (tăng 5,3% so với cùng kỳ) trong Q4/2023 trong khi lợi nhuận thuần của 2 công ty còn lại ANV và VHC (cả hai đều là doanh nghiệp xuất khẩu cá tra) đều sụt giảm mạnh 75-100%.

Tính chung năm 2023, lợi nhuận của tất cả các công ty thủy sản trong danh sách khuyến nghị của HSC đều thấp hơn đáng kể so với kế hoạch của công ty và dự báo của HSC. Tổng lợi nhuận thuần của 3 công ty đã công bố KQKD giảm 59% từ mức nền cao trong năm 2022.

Toàn bộ ngành thủy sản chịu ảnh hưởng tiêu cực khi giá xuất khẩu giảm trong bối cảnh nhu cầu sụt giảm, đặc biệt là tại thị trường Mỹ. Mặt khác, chi phí đầu vào cao do giá thức ăn thủy sản tăng cao, cũng làm gia tăng sức ép tới tỷ suất lợi nhuận.

Bảng 1: Lợi nhuận thuần Q4/2023 & năm 2023, các công ty ngành thủy sản trong danh sách khuyến nghị của HSC

Lợi nhuận của các công ty xuất khẩu thủy sản đều thấp hơn đáng kể so với kế hoạch của công ty và dự báo của HSC

Tỷ đồng	Q4/22	Q4/23	% so với cùng kỳ	2022	2023	% tăng trưởng	So với kế hoạch 2023 của Cty	So với dự báo 2023 của HSC	Đánh giá
ANV	107	(1)	-100%	674	42	-94%	-77.5%	-51.4%	Cả mảng xuất khẩu và nuôi trồng đều chịu tác động do giá xuất khẩu giảm mạnh trong khi chi phí nuôi trồng cao
VHC	190	48	-74.9%	1,977	897	-55%	-5.0%	-15.0%	Không đạt dự báo, do giá xuất khẩu và sản lượng tiêu thụ tại thị trường Mỹ giảm mạnh
FMC	78	82	5.3%	308	276	-10%	-23.8%	-11.0%	KQKD tích cực nhất so với các công ty cùng ngành nhờ sự phục hồi ở thị trường Nhật và quy mô tôm tự nuôi tăng
Tổng cộng	375	129	-65.4%	2,958	1,214	-59%	-	-	

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Nhu cầu thế giới giảm ảnh hưởng đến giá và lượng xuất khẩu

Giá và lượng xuất khẩu thủy sản Việt Nam trong năm 2023 chịu ảnh hưởng tiêu cực do tình trạng tồn kho cao (tích trữ từ năm 2022) tại các thị trường chính trong khi nhu cầu yếu. Tình hình xuất khẩu các sản phẩm thủy sản chính như sau:

- Giá xuất khẩu tôm bình quân giảm 11% so với cùng kỳ xuống 9,1 USD/kg từ 10,2 USD/kg trong năm 2022 và giảm 22% so với mức bình quân năm 2021. Trong khi đó, lượng xuất khẩu giảm 11,3% so với cùng kỳ xuống 367.000 tấn.
- Giá xuất khẩu cá tra bình quân giảm mạnh 17,9% so với cùng kỳ xuống 2,3 USD/kg từ 2,8 USD/kg trong năm 2022. Lượng xuất khẩu ít bị ảnh hưởng hơn, giảm 7,3% so với cùng kỳ xuống 805.000 tấn.

Thị trường Mỹ ảm đạm tác động tiêu cực đến các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản

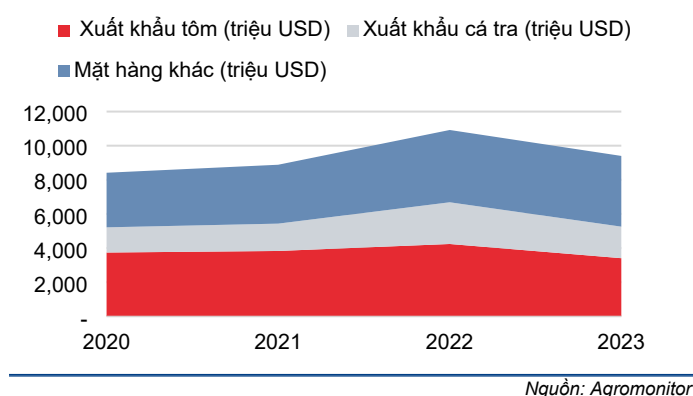
Năm 2023, hoạt động xuất khẩu sang Mỹ kém tích cực hơn tương đối so với các thị trường khác do mặt bằng lạm phát và lãi suất tại nền kinh tế này ở mức cao.

Kim ngạch xuất khẩu cá tra sang Mỹ giảm 49,5% so với cùng kỳ so với mức giảm chung 24,4% so với cùng kỳ của toàn ngành cá tra Việt Nam. Trong khi đó, xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc chỉ giảm 17,8% so với cùng kỳ và xuất khẩu sang EU giảm 12,7% so với cùng kỳ.

Kim ngạch xuất khẩu tôm sang Mỹ giảm 16,9% so với cùng kỳ, cao hơn mức giảm chung 24,9% của toàn ngành tôm Việt Nam. Xuất khẩu tôm sang Nhật Bản giảm 22,7% so với cùng kỳ trong khi xuất khẩu sang Trung Quốc chỉ giảm 10,5% so với cùng kỳ.

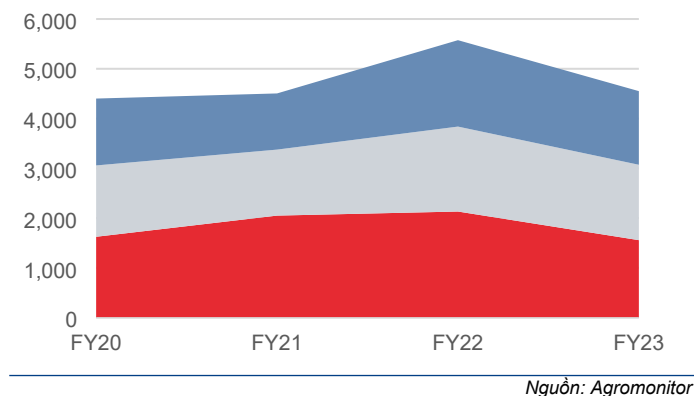
Biểu đồ 2: Tổng giá trị xuất khẩu thủy sản, ngành thủy sản Việt Nam

Giá trị xuất khẩu thủy sản giảm 14%, trong đó xuất khẩu tôm và cá tra giảm lần lượt 19,7% và 24,4%



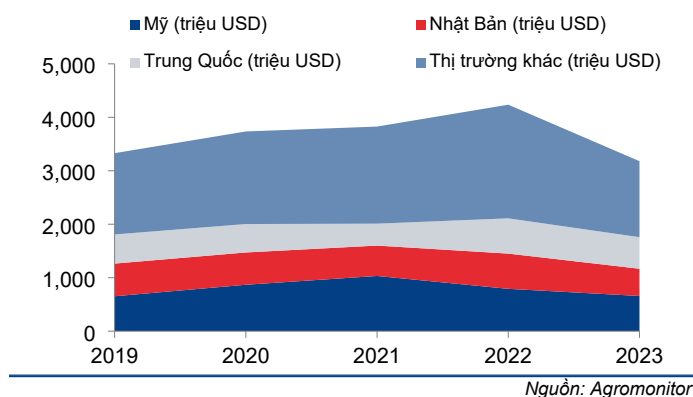
Biểu đồ 3: Giá trị xuất khẩu thủy sản theo thị trường trọng điểm, ngành thủy sản Việt Nam

Giá trị xuất khẩu sang thị trường Mỹ giảm 27%, các thị trường khác giảm 13,9%, Trung Quốc giảm 14,8% và Nhật Bản giảm 11,3%



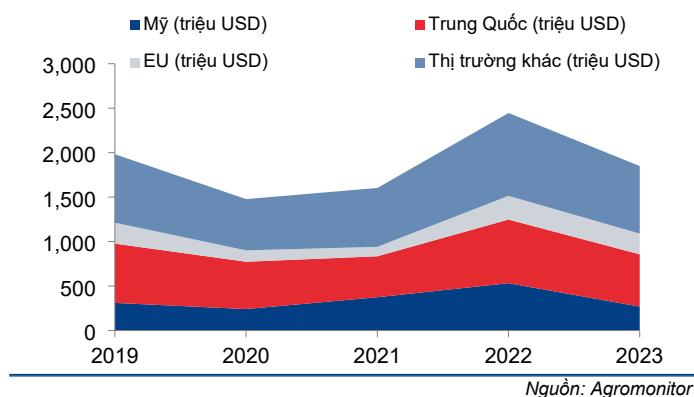
Biểu đồ 4: Giá trị xuất khẩu tôm của Việt Nam theo các thị trường trọng điểm (triệu USD)

Giá trị xuất khẩu tôm năm 2023 sang Nhật Bản và Mỹ giảm đáng kể, giảm lần lượt 22,7% và 16,9%



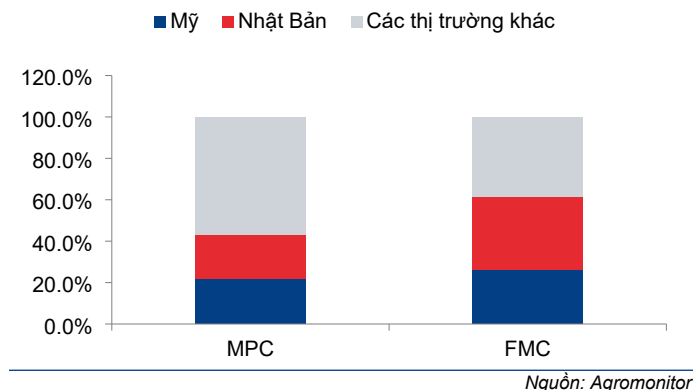
Biểu đồ 5: Giá trị xuất khẩu cá tra của Việt Nam theo các thị trường trọng điểm

Giá trị xuất khẩu cá tra sang Mỹ năm 2023 giảm một nửa so với 2022



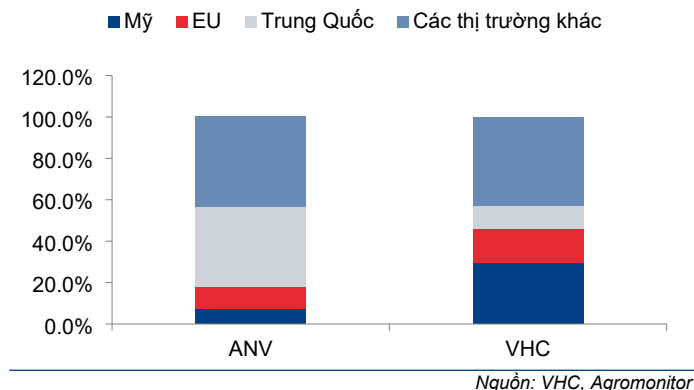
Biểu đồ 6: Cơ cấu xuất khẩu theo thị trường năm 2023, các doanh nghiệp tôm HSC khuyến nghị

Thị trường Mỹ và Nhật đóng góp lần lượt 21,9% và 21,2% giá trị xuất khẩu của MPC (so với 25,9% và 35,7% giá trị xuất khẩu của FMC)



Biểu đồ 7: Cơ cấu xuất khẩu theo thị trường năm 2023, các doanh nghiệp cá tra HSC khuyến nghị

VHC chịu tác động mạnh hơn ở thị trường Mỹ (29,6% giá trị xuất khẩu của VHC) trong khi ANV phụ thuộc nhiều hơn vào Trung Quốc (38% giá trị xuất khẩu)



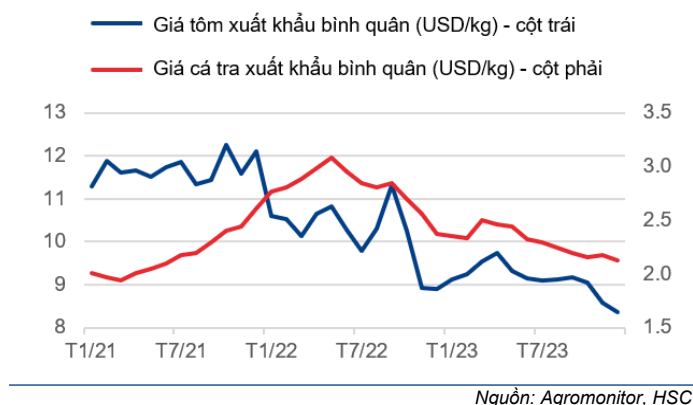
Tỷ suất lợi nhuận chịu sức ép do giá xuất khẩu giảm kéo dài và chi phí nuôi trồng cao

Giá xuất khẩu tôm và cá tra đều đạt đỉnh vào giữa năm 2022 sau đó liên tục giảm trong 18 tháng (Biểu đồ 8). Giá xuất khẩu giảm cùng với chi phí nuôi trồng cao đã làm tỷ suất lợi nhuận giảm xuống mức thấp kỷ lục (Biểu đồ 9-11). Cụ thể như sau:

- Tỷ suất EBIT của FMC chạm đáy vào Q1/2023 sau đó cải thiện dần trong 3 quý liên tiếp nhờ tỷ trọng tôm tự nuôi tăng, giúp ổn định chi phí nguyên liệu và hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận.
- Tỷ suất EBIT của 2 doanh nghiệp xuất khẩu cá tra bị ảnh hưởng nghiêm trọng trong năm 2023 do mô hình kinh doanh có tỷ trọng nguyên liệu tự cung cấp cao (khoảng 70% tại VHC và 100% tại ANV). Do đó, 2 doanh nghiệp này chịu ảnh hưởng kép từ giá xuất khẩu giảm và chi phí nuôi trồng tăng cao.
- Do cấu trúc thị trường và cơ cấu sản phẩm cũng như cơ chế quản lý chi phí khác nhau, chúng tôi nhận thấy tỷ suất EBIT của ANV đã chạm đáy vào Q2/2023 và dần cải thiện trong Q3/2023 và Q4/2023. Trong khi đó, tỷ suất EBIT của VHC chạm đáy muộn hơn vào Q4/2023.
- Do đó, HSC dự báo tỷ suất EBIT của cả 3 công ty này sẽ tiếp tục cải thiện theo quý trong năm 2024.

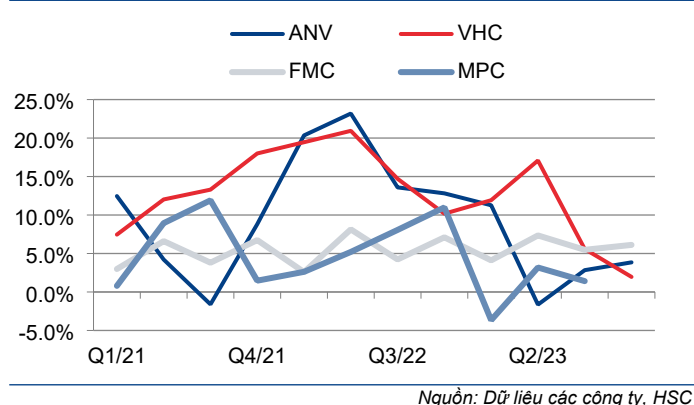
Biểu đồ 8: Giá xuất khẩu cá tra và tôm bình quân theo tháng

Giá xuất khẩu tôm và cá tra năm 2023 lần lượt giảm 11% và 18% so với cùng kỳ



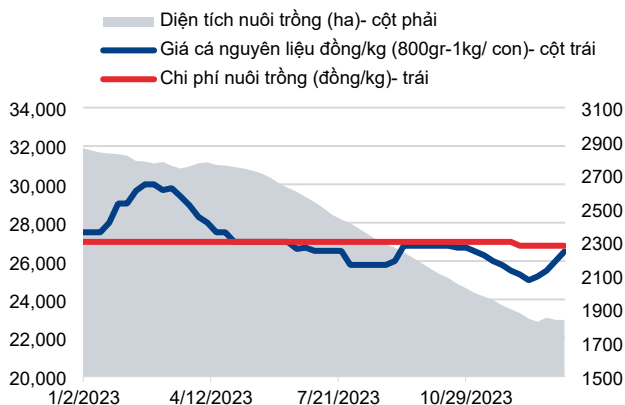
Biểu đồ 9: Tỷ suất EBIT theo quý, các công ty ngành thủy sản trong danh sách khuyến nghị của HSC

Tỷ suất EBIT theo quý của cả 3 công ty năm 2023 đã giảm xuống mức thấp kỷ lục



Biểu đồ 10: Giá nguyên liệu, chi phí và diện tích nuôi trồng, các doanh nghiệp cá tra việt Nam

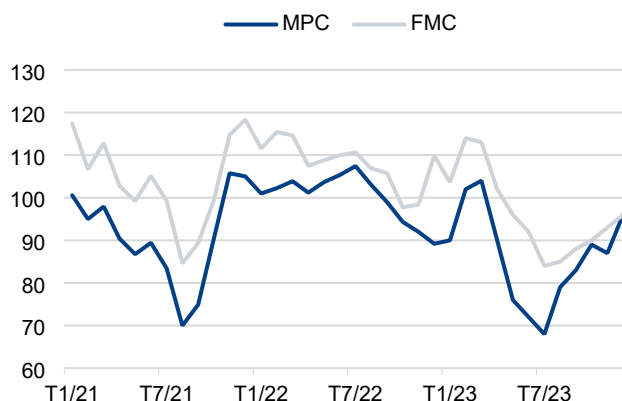
Giá cá nguyên liệu đã giảm xuống mức thấp hơn giá nuôi trồng, khiến diện tích nuôi trồng giảm



Nguồn: Agromonitor, HSC

Biểu đồ 11: Giá mua tôm nguyên liệu, FMC và MPC (đồng/kg, loại 80 con/kg)

Giá tôm nguyên liệu bình quân năm 2023 đã giảm 10%, thấp hơn mức giảm 11% của giá xuất khẩu bình quân



Nguồn: Agromonitor

Triển vọng ngắn và dài hạn của ngành

Các thị trường chính dự báo có sự hồi phục, đặc biệt là thị trường Mỹ

Nền kinh tế thế giới năm 2023 đạt kết quả khả quan hơn kỳ vọng, với thị trường Mỹ tránh được suy thoái, tỷ lệ thất nghiệp thấp và lạm phát hạ nhiệt ở hầu hết các khu vực trên thế giới. Xu hướng này dự kiến sẽ tiếp diễn và nền kinh tế thế giới được kỳ vọng sẽ khởi sắc hơn trong năm 2024 so với 2023.

Theo đó, HSC dự báo nhu cầu đối với các sản phẩm thủy sản sẽ cải thiện trong năm 2024 nhờ tình hình kinh tế thế giới cải thiện trong bối cảnh các nền kinh tế lớn nhiều khả năng sẽ đảo chiều chính sách tiền tệ trong nửa cuối năm 2024.

Khởi đầu năm 2024 thuận lợi

Hoạt động xuất khẩu thủy sản đã có một khởi đầu tích cực cho năm 2024 với lượng xuất khẩu tăng trưởng mạnh và giá bán chuyển biến tích cực tại một số thị trường.

Theo số liệu của Tổng cục Hải quan Việt Nam, lượng cá tra xuất khẩu trong 3 tuần đầu tiên của tháng 1/2024 tăng mạnh 90,3% so với cùng kỳ, đạt 57.605 tấn, trong khi lượng tôm xuất khẩu tăng 25% so với cùng kỳ đạt 157,4 nghìn tấn.

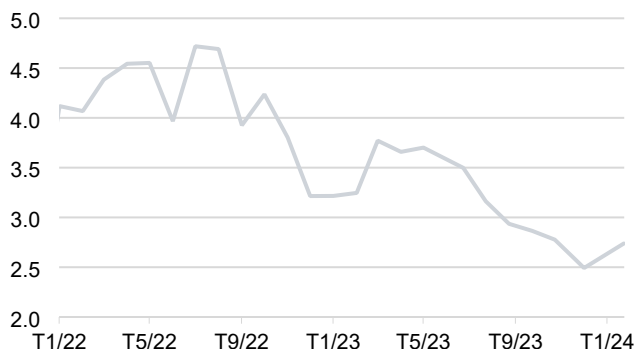
Giá cá tra xuất khẩu sang Mỹ chuyển biến tích cực từ tuần đầu tiên của tháng 1/2024. Trong khi đó, giá tôm xuất khẩu sang Hàn Quốc tăng mạnh và giá tôm xuất khẩu sang Mỹ và Nhật Bản ổn định.

Mặc dù vẫn còn quá sớm để khẳng định giá xuất khẩu đã phục hồi nhưng HSC kỳ vọng giá bán sẽ tiếp tục cải thiện trong năm 2024.

Chúng tôi cũng lưu ý rằng chi phí nguyên liệu đầu vào (như giá cá nguyên liệu) đã chạm đáy vào tháng 12/2023 và đang chuyển biến tích cực từ đầu tháng 1/2024. Theo đó, tỷ suất lợi nhuận gộp Q1/2024 nhiều khả năng sẽ tiếp tục cải thiện nhờ tồn kho nguyên liệu giá thấp tích trữ từ Q4/2023 chuyển sang.

Biểu đồ 12: Giá xuất khẩu bình quân của Vĩnh Hoàn (USD/kg)

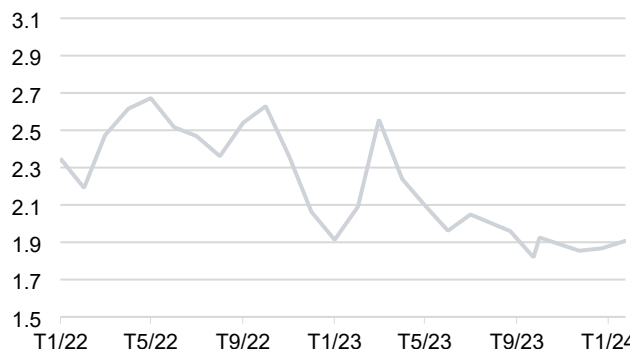
Giá xuất khẩu bình quân sơ bộ trong tháng 1/2024 tăng 9% so với tháng trước



Nguồn: Agromonitor (dữ liệu tính đến ngày 23/1/2024)

Biểu đồ 13: Giá xuất khẩu bình quân của Nam Việt (USD/kg)

Giá xuất khẩu bình quân sơ bộ trong tháng 1/2024 tăng nhẹ 2% so với tháng trước



Nguồn: Agromonitor (dữ liệu tính đến ngày 23/1/2024)

Lợi nhuận của ngành thủy sản dự kiến sẽ phục hồi

HSC dự báo lợi nhuận của tất cả các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản trong danh sách khuyến nghị sẽ phục hồi mạnh mẽ trong năm 2024 nhờ:

- mặt bằng lãi suất thế giới giảm; và
- nhu cầu tăng khi tình hình kinh tế tại các thị trường nhập khẩu cải thiện.

Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2024-2025 đối với hầu hết các công ty trong danh sách khuyến nghị (ANV, FMC và MPC) đồng thời tăng bình quân 2,5% dự báo đối với VHC (Mời xem chi tiết trong phần Báo cáo doanh nghiệp).

Tổng lợi nhuận thuần năm 2024 của các doanh nghiệp thủy sản trong danh sách khuyến nghị của HSC dự báo tăng trưởng 72,8% (dao động từ tăng trưởng 548% đạt 270 tỷ đồng tại ANV đến tăng trưởng 25% đạt 345 tỷ đồng tại FMC), trong khi tổng lợi nhuận cho năm 2025 dự báo tăng trưởng 8% (dao động từ tăng trưởng 18,3% tại MPC đến tăng trưởng 6% tại VHC).

Theo dự báo mới, tổng lợi nhuận thuần của cả 3 công ty này sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 2 năm là 36,6%, với tốc độ tăng trưởng CAGR của ANV, FMC và VHC đạt lần lượt 166%, 16,7% và 20%.

Bảng 14: Dự báo lợi nhuận thuần 2024-2025, các công ty ngành thủy sản trong danh sách khuyến nghị của HSC

HSC dự báo lợi nhuận thuần tăng mạnh 72,8% trong năm 2024, từ mức nền thấp năm 2023

Tỷ đồng	2022A	2023 thực hiện/dự báo	% tăng trưởng	2024F	% tăng trưởng	2025F	% tăng trưởng	CAGR 2 năm (đến 2025)
ANV	674	42	-93.8%	270	548.0%	294	8.9%	166.0%
VHC	1977	897	-54.6%	1,219	35.9%	1,292	6.0%	20.0%
FMC	308	276	-10.4%	345	25.2%	376	8.8%	16.7%
MPC	823	(48)	-106%	181	N/m	215	18.3%	n/a
Tổng cộng	3,782	1,166	-69.2%	2,016	72.8%	2,176	8.0%	36.6%

Nguồn: HSC

Thách thức mới xuất hiện: Khủng hoảng Biển Đỏ

Kênh đào Suez là tuyến đường quan trọng cho tàu thuyền đi lại giữa châu Á và châu Âu. Sự gián đoạn vận chuyển tại Kênh đào Suez có thể ảnh hưởng đến hoạt động nhập khẩu từ châu Á của EU. Trong ngắn hạn, HSC nhận thấy thách thức này tác động không đáng kể đến các công ty thủy sản trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi do hầu hết các hợp đồng xuất khẩu thủy sản đều ký theo điều khoản giá FOB.

Tuy nhiên, cuộc khủng hoảng ở Biển Đỏ nếu kéo dài sẽ ảnh hưởng đến giá bán lẻ của các sản phẩm thủy sản và theo đó ảnh hưởng đến các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản. Tàu thuyền có hải trình đi qua Kênh đào Suez giờ phải chuyển sang các hải trình khác dài hơn (từ đó làm gia tăng chi phí vận chuyển), và các doanh nghiệp nhập khẩu thủy sản cũng phải trả phần chi phí tăng thêm, cuối cùng sẽ làm tăng giá bán lẻ các sản phẩm thủy sản và tác động tiêu cực tới nhu cầu.

Khuyến nghị

Dựa trên các phân tích này, HSC khẳng định lại quan điểm rằng hoạt động xuất khẩu thủy sản sẽ có tiềm năng cải thiện nhờ: hiệu ứng nền so sánh thấp, tình hình kinh tế thế giới cải thiện, mặt bằng lãi suất giảm và các hạn chế thương mại tiếp tục diễn ra.

Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với FMC – lựa chọn hàng đầu – trên cơ sở định giá rẻ với tiềm năng tăng giá 24,6% so với giá mục tiêu ở mức 56.200đ.

HSC cũng nâng khuyến nghị lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) đối với ANV và VHC. ANV (giá mục tiêu 37.300đ, tiềm năng tăng giá 23,3%) có triển vọng phục hồi mạnh mẽ trong năm 2024 và đang giao dịch với P/E dự phóng thấp hơn bình quân quá khứ. Trong khi đó, lợi nhuận của VHC (giá mục tiêu 78.400đ, điều chỉnh tăng 7%, tiềm năng tăng giá 20%) cũng được dự báo sẽ phục hồi mạnh mẽ nhờ mở rộng mảng collagen và gelatin có tỷ suất lợi nhuận cao. Ngoài ra, VHC còn đang có tiền mặt thuần. Theo đó, HSC kỳ vọng cổ phiếu này sẽ được định giá lại ở mặt bằng cao hơn trong tương lai.

Chúng tôi cũng nâng khuyến nghị đối với MPC lên Nắm giữ (từ Giảm tỷ trọng) nhưng giữ nguyên giá mục tiêu là 16.400đ (rủi ro giảm giá 3%) nhờ lạc quan hơn đối với triển vọng hoạt động của công ty; chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ chuyển biến tích cực từ lỗ năm 2023 sang lợi nhuận thuần 181 tỷ đồng năm 2024.

Bảng 15: Tiềm năng tăng giá của giá mục tiêu, các công ty ngành thủy sản trong danh sách khuyến nghị của HSC

Đồng	Thị giá	Khuyến nghị mới	Giá mục tiêu mới	Tiềm năng tăng giá/rủi ro giảm giá (%)	P/E năm 2024	P/E dự phóng bình quân từ tháng 1/2021
ANV	30,250	Mua vào	37,300	23.3%	15.0	
VHC	65,300	Mua vào	78,400	20.1%	9.9	8.0
FMC	45,100	Mua vào	56,200	24.6%	8.4	9.7
MPC	16,900	Nắm giữ	16,400	-3.0%	19.3	N/a

Nguồn: HSC

Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ56,200 (giữ nguyên)

Tiềm năng tăng/giảm: 24.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (2/2/2024)	45,100
Mã Bloomberg	FMC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	33,352-52,100
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	44,610
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	2,949
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	121
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)	12.8
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	29.4%
Tỷ lệ freefloat	25.0%
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	(0.88)	4.76	28.6
So với chỉ số	(4.52)	(3.02)	19.7
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	5,283	5,220	1.2
2025F	5,748	5,699	0.9
2026F	6,556	5,700	15.0

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.

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 vẫn tích cực; Khuyến nghị Mua vào + lựa chọn hàng đầu

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với FMC với giá mục tiêu 56.200đ trên cơ sở triển vọng lợi nhuận tích cực.
- Chúng tôi cũng giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần với tốc độ tăng trưởng CAGR năm 2024-2025 đạt 16,7%.
- Giá cổ phiếu FMC đã tăng 5% trong 3 tháng qua và đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,5 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 9,7 lần. Tại giá mục tiêu, tiềm năng tăng giá là 24,6% và P/E dự phóng năm 2024 là 10,6 lần.

Sự kiện: Phân tích KQKD Q4/2023

KQKD Q4/2023 của FMC khả quan và tích cực nhất trong số những doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản với lợi nhuận thuần đạt 82 tỷ đồng, tăng 5,3% so với cùng kỳ và doanh thu thuần đạt 1.253 tỷ đồng, tăng 3,5% so với cùng kỳ.

Trong năm 2023, doanh thu thuần đạt 5.087 tỷ đồng, giảm 10,8% so với năm 2022, trong khi lợi nhuận thuần đạt 276 tỷ đồng, giảm 10,3% so với cùng kỳ. Doanh thu thuần sát với dự báo của HSC trong khi lợi nhuận thuần thấp hơn 11% so với dự báo, chủ yếu do giá bán bình quân mảng xuất khẩu tôm thấp hơn giá định của chúng tôi.

Tác động: HSC duy trì dự báo năm 2024-2025

HSC giữ nguyên giả định hoạt động xuất khẩu tôm sẽ phục hồi và giúp lợi nhuận tăng trưởng. Do đó, chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2024-2025. HSC hiện giả định giá xuất khẩu bình quân sẽ tăng 4% so với cùng kỳ và sản lượng tiêu thụ tăng trưởng 5%. Theo đó, lợi nhuận thuần năm 2024 dự báo tăng trưởng 25,2%.

Theo dự báo năm 2024-2025 của chúng tôi – tương đương bình quân dự báo của thị trường – lợi nhuận thuần 2 năm tăng trưởng với tốc độ CAGR 16,7%.

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu FMC đã tăng 5% trong 3 tháng qua. Theo đó, FMC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,5 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 9,7 lần.

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với FMC với giá mục tiêu là 56.200đ. Chúng tôi ưa thích cổ phiếu FMC nhờ triển vọng lợi nhuận mạnh mẽ, có tiềm năng thuần và đội ngũ BLĐ giàu kinh nghiệm; từ đó có thể đem lại KQKD tích cực hơn so với các công ty cùng ngành trong điều kiện thị trường khó khăn năm 2023.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	401	447	562 ▲	585 ▲	636
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	308	276	345	376	429
EPS ĐC (đồng)	4,703	4,221	5,283	5,748	6,556
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
BVPS (đồng)	29,423	31,024	34,308	38,056	42,611
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.18	7.34	5.37	5.97	5.59
P/E ĐC (lần)	9.59	10.7	8.54	7.85	6.88
Lợi suất cổ tức (%)	4.43	4.43	4.43	4.43	4.43
P/B (lần)	1.53	1.45	1.31	1.19	1.06
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	15.2	(10.3)	25.2	8.80	14.0
ROAE (%)	16.6	14.0	16.2	15.9	16.3

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

Doanh nghiệp xuất khẩu tôm bị định giá thấp

HSC dự báo lợi nhuận của FMC sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 2 năm là 16,7%, dựa trên quan điểm tích cực của chúng tôi về triển vọng của Công ty nhờ việc mở rộng mảng nuôi tôm và đội ngũ BLĐ giàu kinh nghiệm. Theo đó, FMC đang giao dịch với định giá tương đối rẻ với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,5 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 9,7 lần. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với FMC với giá mục tiêu là 56.200đ.

Phân tích KQKD Q4/2023 & năm 2023

FMC đã công bố KQKD Q4/2023 tích cực với lợi nhuận thuần đạt 82 tỷ đồng, tăng 5,3% so với cùng kỳ và doanh thu thuần đạt 1.253 tỷ đồng, tăng 3,5% so với cùng kỳ. Doanh thu tăng chủ yếu nhờ doanh thu xuất khẩu tôm tăng 5,5% so với cùng kỳ, trong khi lợi nhuận thuần tăng chủ yếu nhờ doanh thu cải thiện, doanh thu HĐ tài chính tăng và chi phí bán hàng & quản lý giảm.

Tính chung cả năm 2023, doanh thu thuần đạt 5.087 tỷ đồng, giảm 10,8% so với năm 2022 trong khi lợi nhuận thuần đạt 276 tỷ đồng, giảm 10,3% so với cùng kỳ. Doanh thu thuần sát với dự báo của HSC trong khi lợi nhuận thuần thấp hơn 11% so với dự báo.

Bảng 16: KQKD Q4/2023 & cả năm 2023, FMC

Doanh thu và lợi nhuận thuần Q4/2023 tăng lần lượt 3,5% & 5,3% so với cùng kỳ

Tỷ đồng	Q4/2022	Q4/2023	% so với cùng kỳ	2022	2023	Tăng trưởng
Doanh thu thuần	1,211	1,253	3.5%	5,702	5,087	-10.8%
Giá vốn hàng bán	1,056	1,113	5.4%	5,074	4,594	-9.5%
Lợi nhuận gộp	155	140	-9.5%	628	493	-21.5%
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	12.8%	11.2%		11.0%	9.7%	
Lợi nhuận HĐ tài chính	(3)	12		17	11	-32.2%
Chi phí bán hàng & quản lý	(69)	(63)	-7.8%	(321)	(201)	-37.5%
Chi phí bán hàng & quản lý/Doanh thu (%)	6.5%	5.7%		6.3%	4.4%	
Thu nhập thuần khác	(0)	0		5	1	-79.2%
Lợi nhuận trước thuế	83	89	6.3%	328	305	-7.3%
Lợi nhuận thuần	78	82	5.3%	308	276	-10.3%

Nguồn: FMC

Bảng 17: Cơ cấu doanh thu theo dòng sản phẩm Q4/2023 và cả năm 2023, FMC

Sản lượng tiêu thụ tôm trong Q4/2023 là động lực chính giúp lợi nhuận tăng trưởng và tiếp tục cải thiện mạnh mẽ so với cùng kỳ

Tỷ đồng	Q4/2022	Q4/2023	% so với cùng kỳ	2022	2023	Tăng trưởng
Doanh thu tôm	1,161	1,224	5.5%	5,488	4,928	-10.2%
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	3,511	4,293	22.3%	18,820	17,342	-7.9%
Giá bán bình quân (nghìn đồng/kg)	331	285	-13.7%	292	284	-2.6%
Doanh thu nông sản	50	28	-43.5%	214	159	-25.5%
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	352	261	-26.0%	1,849	1,366	-26.1%
Giá bán bình quân (nghìn đồng/kg)	143	109	-23.7%	116	117	0.9%

Nguồn: FMC

Doanh thu xuất khẩu tôm cải thiện so với cùng kỳ nhờ sản lượng xuất khẩu tăng 22,3%

Doanh thu xuất khẩu tôm đạt 1.224 tỷ đồng, tăng 5,5% so với cùng kỳ và đóng góp 98% tổng doanh thu thuần Q4/2023. Trong đó, sản lượng xuất khẩu đạt 4.293 tấn, tăng mạnh 22,3% so với cùng kỳ. Trong khi đó, giá bán bình quân giảm 13,7% so với cùng kỳ, là mức giảm mạnh hơn so với giá định của chúng tôi.

Tính chung cả năm 2023, doanh thu xuất khẩu tôm giảm 10,2% so với cùng kỳ xuống 4.928 tỷ đồng, chủ yếu do sản lượng giảm 7,9% so với cùng kỳ. Trong khi đó, giá bán bình quân giảm nhẹ 2,6% so với cùng kỳ.

Xuất khẩu nông sản giảm mạnh

Doanh thu xuất khẩu nông sản đạt 28 tỷ đồng, giảm mạnh 43,5% so với cùng kỳ. Trong đó, sản lượng tiêu thụ giảm 66% so với cùng kỳ xuống 261 tấn trong khi giá bán bình quân cũng giảm mạnh 23,7% so với cùng kỳ.

Lũy kế cả năm 2023, doanh thu xuất khẩu nông sản đạt 159 tỷ đồng, giảm 25,5% so với cùng kỳ. Trong đó, sản lượng tiêu thụ giảm 26,1% so với cùng kỳ xuống 1.366 tấn trong khi giá bán bình quân gần như đi ngang.

Tỷ suất lợi nhuận gộp tiếp tục cải thiện

Tỷ suất lợi nhuận gộp Q4/2023 giảm xuống 11,2% từ 12,8% trong Q4/2022 chủ yếu do giá bán bình quân giảm so với cùng kỳ. Như đã đề cập ở trên, giá xuất khẩu tôm bình quân Q4/2023 giảm 13,7% so với cùng kỳ trong khi giá xuất khẩu nông sản bình quân giảm 23,7% so với cùng kỳ.

Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận gộp vẫn cải thiện so với mức 10,3% trong Q3/2023 và 9,2% trong 9 tháng đầu năm 2023, chủ yếu nhờ sản lượng tôm tự nuôi tăng lên từ tháng 8-10/2023 giúp giảm chi phí sản xuất Q4/2023.

Tính chung cả năm 2023, tỷ suất lợi nhuận gộp giảm xuống 9,7% từ 11% trong năm 2022.

Doanh thu HĐ tài chính tăng đóng góp vào lợi nhuận

Lợi nhuận tài chính Q4/2023 đạt 12 tỷ đồng, so với lỗ tài chính 3 tỷ đồng trong Q4/2022, do Công ty không ghi nhận lỗ tỷ giá trong kỳ so với lỗ tỷ giá 12 tỷ đồng trong Q4/2022.

Chi phí bán hàng & quản lý cũng giảm nhẹ 7,8% so với cùng kỳ xuống 63 tỷ đồng từ 69 tỷ đồng trong Q4/2022, chủ yếu do chi phí nhân công giảm 49,3% so với cùng kỳ. Theo đó, tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu giảm xuống 5,7% từ 6,5% trong Q4/2022.

HSC duy trì dự báo lợi nhuận năm 2024-2025

HSC nhìn chung giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2024-2025 và duy trì quan điểm dài hạn là lợi nhuận của FMC sẽ tăng trưởng tích cực trong những năm tới dựa trên kế hoạch mở rộng diện tích canh tác tôm của Công ty.

Công ty đã bắt đầu canh tác trên diện tích 203ha trang trại của công ty TNHH Vĩnh Thuận mới được FMC thuê vào giữa năm 2023. Tính đến cuối năm 2023, tổng sản lượng tôm tự nuôi ước tính đạt 10.000 tấn, tăng trưởng 25% và đóng góp 35% tổng sản lượng tôm nguyên liệu đầu vào của FMC. Điều này giúp nâng cao tỷ suất lợi nhuận gộp trong nửa cuối năm 2023.

HSC hiện dự báo sản lượng tôm tự nuôi sẽ tăng lên 16.000 tấn trong năm 2024 nhờ vùng nuôi Vĩnh Thuận đóng góp nguyên năm; từ đó góp phần nâng cao tỷ suất lợi nhuận vì chi phí tôm tự nuôi thường thấp hơn 20% so với mua ngoài thị trường.

Theo đó, HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 của FMC đạt 345 tỷ đồng, tăng trưởng 25,2%. Lợi nhuận thuần 2 năm dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 16,7% từ mức nền thấp trong năm 2023.

Bảng 18: Dự báo lợi nhuận năm 2024-2025, FMC

Tỷ đồng	2023	Tăng trưởng	2024F	Tăng trưởng	2025F	Tăng trưởng	CAGR 2 năm
Doanh thu	5,087	-10.8%	5,562	9.3%	6,013	8.1%	8.7%
Lợi nhuận thuần	276	-10.3%	345	25.2%	376	8.8%	16.7%

Nguồn: HSC

Bảng 19: Các giả định chính cho năm 2024-2025, FMC

	2023	Tăng trưởng	2024F	Tăng trưởng	2025F	Tăng trưởng
Xuất khẩu tôm						
Doanh thu (tỷ đồng)	4,928	-10.2%	5,382	9.2%	5,820	8.1%
Sản lượng xuất khẩu (tấn)	17,342	-7.9%	18,278	5.4%	19,192	5.0%
Giá xuất khẩu (nghìn đồng/kg)	284	-2.6%	294	3.6%	303	3.0%
Xuất khẩu sản phẩm nông sản						
Giá trị xuất khẩu (tỷ đồng)	159	-25.5%	180	13.2%	193	7.1%
Sản lượng xuất khẩu (tấn)	1,366	-26.1%	1,502	10.0%	1,577	5.0%
Giá xuất khẩu (nghìn đồng/kg)	117	0.9%	120	3.0%	122	2.0%

Nguồn: HSC

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu 56.200đ

Như đã đề cập ở trên, HSC duy trì dự báo năm 2024-2025, do đó chúng tôi giữ nguyên giá mục tiêu ở mức 56.200đ/cp. Tại giá mục tiêu, FMC đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2024 là 10,6 lần.

Bảng 20: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, FMC

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
EBIT	368	404	454	507	550
Thu nhập thuần trừ nợ vay	358	393	441	493	535
Cộng: Khấu hao	151	151	151	151	171
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(436)	(366)	(266)	(416)	(246)
Trừ: Tăng vốn lưu động	(95)	(15)	(107)	(85)	(32)
UFCF	(21)	164	220	144	428

Nguồn: HSC

Bảng 21: Tính toán WACC, FMC

Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.5%
Beta (lần)	1.0
Chi phí vốn CSH	12.5%
Lãi suất bình quân	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 22: Định giá DCF, FMC

Tỷ đồng	
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2.0%
Giá trị dài hạn	2,323
Tổng giá trị hiện tại	3,417
Cộng: Tài sản ngoài hoạt động	1,298
Trừ: Tổng nợ	(815)
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số	(225)
Giá trị vốn CSH	3,675
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	65
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng/cp)	56,200

Nguồn: HSC

Bảng 23: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với tốc độ tăng trưởng dài hạn & lãi suất phi rủi ro (đồng), FMC

		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	53,200	56,000	59,500	64,000	70,300
	3.5%	52,100	54,600	57,800	61,900	67,400
	4.0%	51,000	53,300	56,200	59,900	64,800
	4.5%	50,000	52,100	54,800	58,100	62,500
	5.0%	49,100	51,000	53,400	56,500	60,400

Nguồn: HSC

Biểu đồ 24: P/E trượt dự phóng 1 năm, FMC

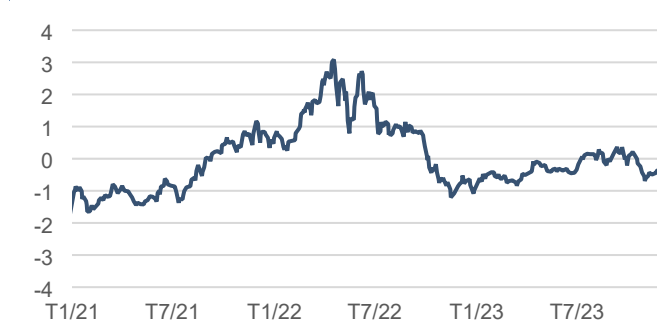
FMC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,5 lần...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 25: Độ lệch chuẩn so với P/E trượt dự phóng 1 năm bình quân, FMC

..thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ là 9,7 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

Mặc dù giá cổ phiếu đã tăng 5% trong 3 tháng qua, FMC đang giao dịch với định giá rẻ với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,5 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 9,7 lần.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	5,702	5,087	5,562	6,013	6,501
Lợi nhuận gộp	628	493	604	656	738
Chi phí BH&QL	(321)	(201)	(219)	(237)	(257)
Thu nhập khác	5.10	0.99	0	0	0
Chi phí khác	(0.49)	(0.04)	0	0	0
EBIT	311	293	385	419	482
Lãi vay thuần	16.9	11.5	4.40	4.37	1.15
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	328	305	389	424	483
Chi phí thuế TNDN	(8.91)	(2.35)	(10.9)	(11.9)	(13.5)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(12.0)	(26.3)	(32.9)	(35.8)	(40.8)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	308	276	345	376	429
Lợi nhuận thuần ĐC	308	276	345	376	429
EBITDA ĐC	401	447	562	585	636
EPS (đồng)	4,703	4,221	5,283	5,748	6,556
EPS ĐC (đồng)	4,703	4,221	5,283	5,748	6,556
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)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	585	492	750	278	209
Đầu tư ngắn hạn	11.1	274	548	1,096	1,315
Phải thu khách hàng	280	280	328	327	365
Hàng tồn kho	929	1,000	834	1,021	1,170
Các tài sản ngắn hạn khác	71.7	86.4	68.3	83.9	93.6
Tổng tài sản ngắn hạn	1,877	2,132	2,528	2,806	3,153
TSCĐ hữu hình	862	925	866	819	783
TSCĐ vô hình	2.44	2.32	2.27	2.21	2.16
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	248	285	218	278	307
Tổng tài sản dài hạn	1,112	1,212	1,087	1,100	1,092
Tổng cộng tài sản	2,989	3,344	3,615	3,906	4,245
Nợ ngắn hạn	515	824	815	815	815
Phải trả người bán	82.9	94.4	96.3	101	114
Nợ ngắn hạn khác	236	172	206	225	235
Tổng nợ ngắn hạn	863	1,100	1,135	1,161	1,182
Nợ dài hạn	0.84	0.84	0.81	0.89	0.95
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	0.84	0.84	0.81	0.89	0.95
Tổng nợ phải trả	873	1,110	1,147	1,175	1,196
Vốn chủ sở hữu	1,924	2,029	2,243	2,488	2,786
Lợi ích cổ đông thiểu số	192	205	225	243	262
Tổng vốn chủ sở hữu	2,116	2,234	2,468	2,731	3,049
Tổng nợ phải trả và VCSH	2,989	3,344	3,615	3,906	4,245
BVPS (đ)	29,423	31,024	34,308	38,056	42,611
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(69.0)	333	66.8	538	607

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	311	293	385	419	482
Khấu hao	(89.4)	(154)	(177)	(165)	(155)
Lãi vay thuần	16.9	11.5	4.40	4.37	1.15
Thuế TNDN đã nộp	(8.91)	(2.35)	(10.9)	(11.9)	(13.5)
Thay đổi vốn lưu động	47.8	(221)	175	(165)	(174)
Khác	(21.9)	(55.5)	(121)	(121)	(151)
LCT thuần từ HKKD	435	197	633	315	327
Đầu tư TS dài hạn	(439)	(213)	(118)	(118)	(118)
Góp vốn & đầu tư	(135)	(338)	(274)	(548)	(219)
Thanh lý	0.93	2.93	0	0	0
Khác	57.3	93.2	79.7	86.2	93.2
LCT thuần từ HĐĐT	(515)	(455)	(313)	(580)	(244)
Cổ tức trả cho CSH	(142)	(143)	(131)	(131)	(131)
Thu từ phát hành CP	(0.00)	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	41.2	306	67.7	(75.5)	(20.5)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(101)	163	(63.1)	(206)	(151)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	585	492	750	278	209
LCT thuần trong kỳ	(181)	(94.5)	258	(471)	(69.2)
Ảnh hưởng của tỷ giá	(3.48)	1.22	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	401	399	1,007	(193)	140
Dòng tiền tự do	(3.48)	(15.8)	515	197	208

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	11.0	9.69	10.9	10.9	11.4
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	7.03	8.79	10.1	9.72	9.79
Tỷ suất LNT (%)	5.39	5.42	6.21	6.25	6.59
Thuế TNDN hiện hành (%)	2.71	0.77	2.80	2.80	2.80
Tăng trưởng doanh thu (%)	9.67	(10.8)	9.33	8.12	8.12
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	14.1	11.6	25.6	4.00	8.87
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	15.2	(10.3)	25.2	8.80	14.0
Tăng trưởng EPS (%)	15.2	(10.3)	25.2	8.80	14.0
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	15.2	(10.3)	25.2	8.80	14.0
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	42.5	47.4	37.9	34.8	30.5
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	16.6	14.0	16.2	15.9	16.3
ROACE (%)	15.1	13.4	16.3	16.0	16.6
Vòng quay tài sản (lần)	2.00	1.61	1.60	1.60	1.60
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	1.40	0.67	1.65	0.75	0.68
Số ngày tồn kho	66.8	79.4	61.4	69.6	74.1
Số ngày phải thu	20.1	22.2	24.2	22.3	23.1
Số ngày phải trả	5.97	7.50	7.09	6.88	7.23
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(2.52)	16.6	3.41	22.1	22.1
Nợ/tài sản (%)	18.0	24.8	22.9	21.2	19.5
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	1.34	1.85	1.47	1.42	1.30
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.18	1.94	2.23	2.42	2.67
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.51	0.65	0.54	0.58	0.55
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.18	7.34	5.37	5.97	5.59
P/E (lần)	9.59	10.7	8.54	7.85	6.88
P/E ĐC (lần)	9.59	10.7	8.54	7.85	6.88
P/B (lần)	1.53	1.45	1.31	1.19	1.06
Lợi suất cổ tức (%)	4.43	4.43	4.43	4.43	4.43

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

Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

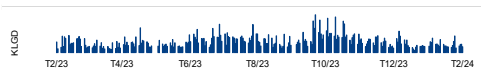
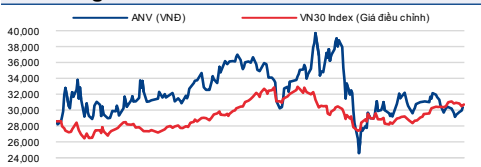
Giá mục tiêu: VNĐ37,300 (giữ nguyên)

Tiềm năng tăng/giảm: 23.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (2/2/2024)	30,250
Mã Bloomberg	ANV VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	24,600-39,698
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	30,040
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	4,040
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	166
Slg CP lưu hành (tr.đv)	134
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	65.4
Slg CP NN được mua (tr.đv)	60.6
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	3.66%
Tỷ lệ freefloat	33.2%
Cổ đông lớn	Doãn Tới (53.9%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(2.42)	8.81	5.80
So với chỉ số	(6.00)	0.73	(1.52)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	2,022	2,116	(4.4)
2025F	2,202	5,223	(57.8)
2026F	2,863	9,619	(70.2)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

ANV là nhà xuất khẩu cá tra lớn thứ ba Việt Nam. Công ty sở hữu một chuỗi giá trị khép kín từ sản xuất TA cho cá đến nuôi cá và chế biến cá tra. ANV hiện tự sản xuất 100% cá nguyên liệu cho chế biến.

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 phục hồi mạnh trong năm 2024; nâng khuyến nghị lên Mua vào

- HSC nâng khuyến nghị đối với ANV lên Mua vào nhưng giữ nguyên giá mục tiêu là 37.300đ (tiềm năng tăng giá 24,6%).
- Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo với lợi nhuận thuần năm 2024 tăng trưởng 548% từ mức nền thấp trong năm 2023, sau đó tiếp tục tăng trưởng 9% trong năm 2025. Theo đó, lợi nhuận thuần 2 năm tăng trưởng với tốc độ CAGR 166%.
- Giá cổ phiếu ANV đã tăng 9% trong 3 tháng qua và đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,8 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 21,1 lần.

Sự kiện: Phân tích KQKD Q4/2023 & năm 2023

KQKD năm 2023 của ANV kém tích cực, với lợi nhuận thuần giảm 93,8% do điều kiện thị trường khó khăn. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận gộp Q4/2023 đã cải thiện từ đáy trong khi tình hình xuất khẩu của ANV tích cực hơn so với toàn ngành và giành thêm thị phần ở Trung Quốc, từ đó xây dựng nền tảng tốt để lợi nhuận chuyển biến tích cực khi nhu cầu hồi phục.

Tác động: HSC duy trì dự báo lợi nhuận năm 2024-2025

HSC duy trì quan điểm lợi nhuận của ANV sẽ hồi phục trong năm 2024, do đó chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2024-2025. Chúng tôi hiện dự báo giá xuất khẩu bình quân sẽ tăng 4% so với cùng kỳ trong khi giá định sản lượng xuất khẩu tiếp tục tăng trưởng 7,7%. Theo đó, lợi nhuận thuần năm 2024 dự báo tăng trưởng 548%.

Theo dự báo năm 2024-2025 của chúng tôi - thấp hơn đáng kể so với dự báo của thị trường (do thị trường chậm điều chỉnh dự báo) - lợi nhuận HĐKD cốt lõi 2 năm sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 166%.

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu ANV đã giảm 27% từ đỉnh thiết lập vào ngày 22/9/2023 và giảm 7% kể từ Báo cáo doanh nghiệp gần nhất của chúng tôi phát hành ngày 12/9/2023, chủ yếu do KQKD Q4/2023 kém tích cực. Tuy nhiên, giá cổ phiếu ANV đã tăng 9% trong 3 tháng qua và đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,8 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 21,1 lần.

HSC nâng khuyến nghị lên Mua vào với giá mục tiêu là 37.300đ (tiềm năng tăng giá 24,6%). HSC ưa thích cổ phiếu ANV nhờ triển vọng phục hồi mạnh mẽ của Công ty dựa trên kỳ vọng thị phần tăng giúp lợi nhuận tăng trưởng trong những năm tới.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,004	204	594	594	685 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	674	41.8	270	294	382 ▲
EPS ĐC (đồng)	5,283	324	2,022 ▼	2,202 ▼	2,863 ▲
DPS (đồng)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
BVPS (đồng)	22,598	21,346	22,362	23,555	25,405
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.37	28.7	9.07	9.54	8.32
P/E ĐC (lần)	5.73	93.3	15.0	13.7	10.6
Lợi suất cổ tức (%)	3.31	3.31	3.31	3.31	3.31
P/B (lần)	1.34	1.42	1.35	1.28	1.19
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	423	(93.9)	524	8.86	30.0
ROAE (%)	25.8	1.46	9.25	9.59	11.7

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

Lợi nhuận được dự báo sẽ hồi phục mạnh trong năm 2024

Mặc dù KQKD năm 2023 kém tích cực do thị trường khó khăn, tỷ suất lợi nhuận gộp của ANV đã chạm đáy vào Q3/2023 và đang dần cải thiện. Ngoài ra, hoạt động xuất khẩu của ANV vẫn tích cực hơn so với toàn ngành và đã giành thêm thị phần từ các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra khác của Việt Nam, đặc biệt là tại thị trường Trung Quốc. Theo đó, ANV có triển vọng hồi phục tốt trong năm 2024. HSC duy trì dự báo đối với ANV năm 2024-2025, theo đó lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng 546% trong năm 2024 và tăng trưởng tiếp 8,9% trong năm 2025. Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với ANV lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) với giá mục tiêu là 37.300đ (tiềm năng tăng giá 24,6%).

Phân tích KQKD Q4/2023 & năm 2023: Cơ bản cực đã qua

ANV đã công bố KQKD Q4/2023 gây thất vọng với lợi nhuận thuần đạt 1.111 tỷ đồng, giảm 2,9% so với cùng kỳ và lỗ thuần là 1 tỷ đồng, so với lợi nhuận thuần 107 tỷ đồng trong Q4/2022, chủ yếu do giá xuất khẩu bình quân giảm 18,3% so với cùng kỳ.

Tính chung cả năm 2023, lợi nhuận thuần đạt 42 tỷ đồng, giảm 93,8% so với cùng kỳ, và doanh thu thuần đạt 4.439 tỷ đồng (giảm 9,3% so với cùng kỳ). Doanh thu thuần thực hiện sát với dự báo của HSC trong khi lợi nhuận thuần thấp hơn đáng kể so với dự báo của chúng tôi ở mức 110 tỷ đồng, chủ yếu do giá xuất khẩu bình quân thấp hơn giả định của HSC.

Bảng 26: KQKD Q4/2023 & cả năm 2023, ANV

Tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 10,3% so với 7,7% trong Q3/2023

	Q4/22	Q4/23	% svck	2022	2023	Tăng trưởng
Doanh thu thuần	1,144	1,111	-2.9%	4,897	4,439	-9.3%
Giá vốn hàng bán	909	997	9.6%	3,561	3,989	12.0%
Lợi nhuận gộp	235	114	-51.4%	1,336	451	-66.3%
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	20.6%	10.3%		27.3%	10.2%	
Chi phí HD tài chính	(33)	(39)	16.5%	(108)	(132)	22.1%
Chi phí bán hàng & quản lý	(89)	(72)	-19.2%	(472)	(264)	-44.1%
Chi phí bán hàng & quản lý/Doanh thu	7.7%	6.4%		9.6%	6.0%	
Thu nhập thuần khác	13	3	-80.6%	19	18	-7.6%
Lợi nhuận trước thuế	126	4	-96.6%	774	68	-91.3%
Lợi nhuận thuần	107	(1)	N/m	674	42	-93.8%

Nguồn: ANV

Bảng 27: Xuất khẩu cá tra đông lạnh trong Q4/2023 và cả năm 2023, ANV

Giá xuất khẩu bình quân tới tất cả các thị trường giảm đáng kể 18,3% so với cùng kỳ, tác động đến tỷ suất lợi nhuận gộp

	Q4/22	Q4/23	% svck	2022	2023	Tăng trưởng
Giá trị xuất khẩu (triệu USD)	25.7	28.5	10.7%	124.0	110.3	-11.1%
Sản lượng xuất khẩu (tấn)	11.1	15.0	35.4%	50.9	54.4	6.9%
Giá xuất khẩu bình quân (USD/kg)	2.3	1.9	-18.3%	2.4	2.0	-16.8%

Nguồn: Agromonitor

Doanh thu xuất khẩu khả quan hơn so với toàn ngành, chủ yếu nhờ thị trường Trung Quốc

Theo số liệu hải quan (do Agromonitor cung cấp), doanh thu xuất khẩu năm 2023 của ANV đạt 110 triệu USD, giảm 11,1% so với năm 2022 trong khi sản lượng xuất khẩu tăng 6,9% so với cùng kỳ. Những kết quả này tốt hơn nhiều khi nhìn vào mức giảm của giá trị và lượng xuất khẩu toàn ngành lần lượt ở mức 24% và 6,5% so với cùng kỳ; đồng thời cũng tích cực hơn đáng kể so với công ty đầu ngành là VHC (có giá trị xuất khẩu giảm 25,9% so với cùng kỳ).

ANV đạt kết quả khả quan hơn ngành chủ yếu nhờ thị phần tại Trung Quốc tăng và cơ cấu thị trường đa dạng giúp tổng doanh thu của Công ty tránh được sức ép từ sự sụt giảm tại một thị trường nhất định (chẳng hạn thị trường Mỹ trong năm 2023).

Giá trị xuất khẩu sang Trung Quốc của ANV tăng 79% so với cùng kỳ trong khi tổng giá trị xuất khẩu cá tra Việt Nam sang Trung Quốc giảm 18,8% so với cùng kỳ và giá trị xuất khẩu của VHC sang thị trường này giảm 12,4% so với cùng kỳ.

Việc giành thêm đáng kể thị phần tại thị trường Trung Quốc trong điều kiện thị trường năm 2023 khó khăn là nhờ chiến lược tập trung vào thị trường này của Công ty. ANV cũng kỳ vọng điều này sẽ tạo nền tảng tốt để lợi nhuận của Công ty chuyển biến tích cực khi nhu cầu tiếp tục hồi phục.

Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện trong Q4/2023

Tỷ suất lợi nhuận gộp Q4/2023 giảm mạnh xuống 10,3% từ 20,6% trong Q4/2023 nhưng vẫn tích cực hơn mức 7,7% trong Q3/2023 (mặc dù giá xuất khẩu bình quân giảm 3,1% so với quý trước).

HSC cho rằng lượng hàng tồn kho giá cao tích trữ từ Q4/2022 và Q1/2023 đã được ANV sử dụng hết trong Q2/2023. Giá nguyên liệu giảm trong Q2/2023 và Q3/2023 cũng bắt đầu phản ánh vào KQKD của Công ty.

HSC duy trì dự báo lợi nhuận năm 2024-2025

HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2024-2025 dựa trên kỳ vọng hoạt động xuất khẩu cá tra sẽ phục hồi trong năm 2024 nhờ tình hình kinh tế thế giới khởi sắc.

Trung Quốc hiện đã trở thành thị trường xuất khẩu lớn nhất của ANV, đóng góp khoảng 38% trong tổng doanh thu thuần xuất khẩu năm 2023 của Công ty. Trong khi GDP của Trung Quốc được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng 4,6%, cao hơn mức tăng trưởng GDP của Mỹ và Nhật lần lượt là 0,8% và 1,5%, HSC kỳ vọng hoạt động xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc tiếp tục tăng trưởng mạnh trong năm 2024, đặc biệt khi tình hình kinh tế nước này đang cải thiện nhanh chóng nhờ các biện pháp kích thích kinh tế của chính phủ Trung Quốc.

Theo đó, HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 của ANV đạt 271 tỷ đồng, tăng 6 lần so với cùng kỳ và lợi nhuận thuần 2 năm tăng trưởng với tốc độ CAGR 166%.

Bảng 28: Dự báo lợi nhuận năm 2024-2025, ANV

Tỷ đồng	2023	Tăng trưởng	2024F	Tăng trưởng	2025F	Tăng trưởng	CAGR 2 năm
Doanh thu	4,439	-9.3%	5,104	15%	5,885	15.3%	15.1%
Lợi nhuận thuần	42	-93.8%	271	548%	295	8.9%	165.7%

Nguồn: HSC

Bảng 29: Giả định về xuất khẩu cá tra cho năm 2024-2025, ANV

	2023	Tăng trưởng	2024F	Tăng trưởng	2025F	Tăng trưởng
Giá trị xuất khẩu (triệu USD)	110.30	11.1%	123.6	12.0%	145.8	18.0%
Sản lượng xuất khẩu (tấn)	54,435	6.9%	58,631	7.7%	64,494	10.0%
Giá xuất khẩu bình quân (USD/kg)	2.03	-28.4%	2.11	4.0%	2.26	7.3%

Nguồn: HSC

Bảng 30: Giả định doanh thu nội địa cho năm 2024-2025, ANV

Tỷ đồng	2023F	Tăng trưởng	2024F	Tăng trưởng	2025F	Tăng trưởng
Doanh thu nội địa	1,524	3.1%	1,849	21.4%	2,442	32.0%
- Doanh thu cá tra nội địa	977	26.7%	1,094	12.0%	1,611	47.3%
- Phụ phẩm	257	-31.0%	299	16.1%	332	11.1%
- Khác	290	-13.0%	456	57.6%	499	9.3%

Nguồn: HSC

Nâng khuyến nghị lên Mua vào trên cơ sở định giá

Như đã đề cập ở trên, HSC duy trì dự báo năm 2024-2025, do đó chúng tôi giữ nguyên giá mục tiêu 56.200đ. Tuy nhiên, chúng tôi nâng khuyến nghị lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) trước diễn biến giá cổ phiếu thời gian gần đây.

HSC ưa thích cổ phiếu ANV nhờ triển vọng phục hồi mạnh mẽ của Công ty trong năm 2024 và thị phần tăng lên tại thị trường Trung Quốc, từ đó xây dựng nền tảng tốt để lợi nhuận chuyển biến tích cực khi nhu cầu hồi phục. Chúng tôi lưu ý rằng ANV sẽ hưởng lợi nhiều hơn so với các công ty cùng ngành khi giá cả nguyên liệu tăng nhờ Công ty tự chủ được 100% nhu cầu cá nguyên liệu.

Bảng 31: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, ANV

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
EBIT	438	458	487	530	560
Thu nhập thuần trừ nợ vay	387	404	428	464	490
Cộng: Khấu hao	162	149	138	173	130
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(125)	(112)	(265)	(150)	(206)
Trừ: Tăng vốn lưu động	(229)	(340)	(112)	(69)	(173)
UFCF	195	101	189	418	241

Nguồn: HSC

Bảng 32: Tính toán WACC, ANV

Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phân bù rủi ro vốn CSH	8.5%
Beta (lần)	1.1
Chi phí vốn CSH	13.4%
Lãi suất bình quân	5.0%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	15.0%
Chi phí nợ sau thuế	4.3%
Tỷ trọng nợ	35.0%
WACC	10.2%

Nguồn: HSC

Bảng 33: Định giá DCF, ANV

Tỷ đồng	
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2%
Giá trị dài hạn	3,125
Tổng giá trị hiện tại	3,143
Cộng: Tài sản ngoài hoạt động	3,192
Trừ: Tổng nợ	1,357
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số	0
Giá trị vốn CSH	4,979
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	134
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng/cp)	37,300

Nguồn: HSC

Bảng 34: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với tốc độ tăng trưởng dài hạn & lãi suất phi rủi ro (đồng), ANV

		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	35,900	37,800	40,200	43,500	47,900
	3.5%	35,200	36,900	39,200	42,100	46,000
	4.0%	34,500	36,100	38,200	40,800	44,400
	4.5%	33,900	35,400	37,300	39,700	42,800
	5.0%	33,300	34,700	36,400	38,600	41,500

Nguồn: HSC

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

ANV đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,8 lần...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 36: Độ lệch chuẩn so với P/E trượt dự phóng 1 năm bình quân, ANV

...thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân ở mức 21,1 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

Diễn biến giá cổ phiếu ANV nhìn chung kém tích cực trong vài tháng qua, giảm 7% kể từ Báo cáo doanh nghiệp gần nhất của chúng tôi (phát hành ngày 12/9/2023) và giảm 27% từ mức đỉnh đạt được vào ngày 22/9/2023 (mặc dù tăng 9% trong 3 tháng

qua). ANV đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,8 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 21,1 lần với tiềm năng tăng giá 24,6%.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	4,897	4,439	5,103	5,982	6,071
Lợi nhuận gộp	1,336	451	731	817	923
Chi phí BH&QL	(472)	(264)	(317)	(371)	(377)
Thu nhập khác	19.1	17.7	17.7	0	0
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	882	204	432	445	547
Lãi vay thuần	(108)	(132)	(115)	(99.6)	(97.0)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(0.05)	(4.02)	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	774	67.6	318	346	450
Chi phí thuế TNDN	(100.0)	(25.8)	(47.7)	(51.9)	(67.5)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	674	41.8	270	294	382
Lợi nhuận thuần ĐC	674	41.8	270	294	382
EBITDA ĐC	1,004	204	594	594	685
EPS (đồng)	5,283	324	2,022	2,202	2,863
EPS ĐC (đồng)	5,283	324	2,022	2,202	2,863
DPS (đồng)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Sig CP bình quân (triệu đv)	128	129	134	134	134
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	128	134	134	134	134
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	128	134	134	134	134

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	31.1	39.7	6.76	(273)	(300)
Đầu tư ngắn hạn	358	71.9	0	0	0
Phải thu khách hàng	435	364	496	558	534
Hàng tồn kho	2,333	2,344	2,575	3,009	3,108
Các tài sản ngắn hạn khác	98.4	123	115	142	149
Tổng tài sản ngắn hạn	3,255	2,943	3,193	3,437	3,492
TSCĐ hữu hình	1,392	1,243	1,243	1,243	1,406
TSCĐ vô hình	352	346	339	331	324
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	7.15	6.84	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	69.0	65.0	11.3	11.3	11.3
Tài sản dài hạn khác	392	507	145	130	97.7
Tổng tài sản dài hạn	2,213	2,168	1,738	1,715	1,839
Tổng cộng tài sản	5,468	5,111	4,931	5,152	5,331
Nợ ngắn hạn	1,769	1,784	1,169	1,169	1,169
Phải trả người bán	277	173	275	317	288
Nợ ngắn hạn khác	236	103	219	222	202
Tổng nợ ngắn hạn	2,418	2,098	1,756	1,818	1,750
Nợ dài hạn	153	145	188	188	188
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0.09	0.92	0.92	0.92	0.92
Nợ dài hạn khác	15.1	15.9	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	168	162	189	189	189
Tổng nợ phải trả	2,585	2,260	1,945	2,006	1,939
Vốn chủ sở hữu	2,882	2,851	2,986	3,146	3,393
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	2,882	2,851	2,986	3,146	3,393
Tổng nợ phải trả và VCSH	5,468	5,111	4,931	5,152	5,331
BVPS (đ)	22,598	21,346	22,362	23,555	25,405
Nợ thuần/(tiền mặt)	1,891	1,889	1,350	1,630	1,657

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	882	204	432	445	547
Khấu hao	(121)	0	(162)	(149)	(138)
Lãi vay thuần	(108)	(132)	(115)	(99.6)	(97.0)
Thuế TNDN đã nộp	(100.0)	(25.8)	(47.7)	(51.9)	(67.5)
Thay đổi vốn lưu động	(631)	0	(71.6)	(472)	(153)
Khác	102	(31.7)	(144)	(184)	(164)
LCT thuần từ HKKD	266	14.2	216	(213)	203
Đầu tư TS dài hạn	(275)	(50.5)	(125)	(112)	(265)
Góp vốn & đầu tư	(1,217)	(215)	0	0	0
Thanh lý	53.7	45.6	0	0	0
Khác	1,496	522	53.7	67.2	65.4
LCT thuần từ HĐĐT	57.0	302	(71.0)	(44.6)	(200)
Cổ tức trả cho CSH	(157)	(208)	(134)	(134)	(134)
Thu từ phát hành CP	0	60.0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(119)	(74.8)	(44.7)	112	103
Khác	(57.2)	(83.6)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(334)	(307)	(178)	(22.0)	(30.2)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	42.7	31.1	39.7	6.76	(273)
LCT thuần trong kỳ	(10.9)	9.69	(32.9)	(280)	(26.8)
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.72)	(1.07)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	31.1	39.7	6.76	(273)	(300)
Dòng tiền tự do	(9.47)	(36.3)	91.6	(325)	(61.9)

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	27.3	10.2	14.3	13.7	15.2
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	20.5	4.60	11.6	9.94	11.3
Tỷ suất LNT (%)	13.8	0.94	5.29	4.91	6.30
Thuế TNDN hiện hành (%)	12.9	38.1	15.0	15.0	15.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	40.1	(9.34)	15.0	17.2	1.49
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	188	(79.7)	191	0.07	15.2
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	423	(93.8)	545	8.86	30.0
Tăng trưởng EPS (%)	423	(93.9)	524	8.86	30.0
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	423	(93.9)	524	8.86	30.0
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	18.9	308	49.4	45.4	34.9
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	25.8	1.46	9.25	9.59	11.7
ROACE (%)	31.5	6.73	14.0	13.7	15.8
Vòng quay tài sản (lần)	0.95	0.84	1.02	1.19	1.16
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.30	0.07	0.50	(0.48)	0.37
Số ngày tồn kho	239	215	215	213	220
Số ngày phải thu	44.5	33.3	41.4	39.4	37.9
Số ngày phải trả	28.4	15.9	22.9	22.4	20.4
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	66.2	66.6	46.3	52.6	49.6
Nợ/tài sản (%)	35.5	37.9	28.2	26.8	25.9
EBIT/lãi vay (lần)	8.13	1.54	3.77	4.47	5.64
Nợ/EBITDA (lần)	1.93	9.50	2.34	2.32	2.02
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.35	1.40	1.82	1.89	2.00
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.10	1.32	1.06	0.95	0.94
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.37	28.7	9.07	9.54	8.32
P/E (lần)	5.73	93.3	15.0	13.7	10.6
P/E ĐC (lần)	5.73	93.3	15.0	13.7	10.6
P/B (lần)	1.34	1.42	1.35	1.28	1.19
Lợi suất cổ tức (%)	3.31	3.31	3.31	3.31	3.31

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

Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

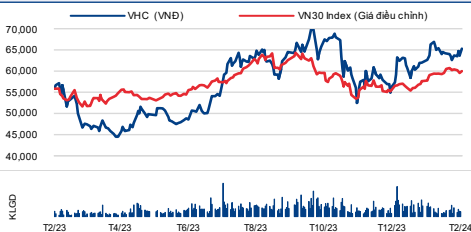
Giá mục tiêu: VNĐ78,400 (từ VNĐ73,250)

Tiềm năng tăng/giảm: 20.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (2/2/2024)	65,300
Mã Bloomberg	VHC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	44,498-69,997
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	64,340
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	12,214
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	502
Slg CP lưu hành (tr.đv)	187
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	187
Slg CP NN được mua (tr.đv)	128
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	31.5%
Tỷ lệ freefloat	56.7%
Cổ đông lớn	ường Thị Lệ Khanh (43.3%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	4.21	16.1	17.0
So với chỉ số	0.38	7.47	8.87
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	6,516	6,948	(6.2)
2025F	6,905	8,114	(14.9)
2026F	6,761	6,028	12.2

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

Triển vọng phục hồi tích cực; nâng khuyến nghị lên Mua vào

- HSC nâng khuyến nghị đối với VHC lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và tăng nhẹ giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 78.400đ (tiềm năng tăng giá 20%).
- Chúng tôi điều chỉnh tăng bình quân 2,5% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024-2025 sau khi phân tích triển vọng năm 2024. Theo dự báo mới, lợi nhuận 2 năm sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 20% từ mức nền thấp trong năm 2023.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 16% trong 3 tháng qua, VHC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10 lần, cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 8 lần. Tuy nhiên, HSC tin rằng cổ phiếu VHC có thể được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ triển vọng cải thiện.

Sự kiện: Phân tích triển vọng năm 2024

Sau khi phân tích triển vọng xuất khẩu thủy sản năm 2024, HSC tin rằng nền tảng cơ bản của VHC sẽ tiếp tục vững chắc nhờ triển vọng phục hồi của thị trường Mỹ - thị trường trọng điểm của VHC, đặc biệt trong 6 tháng cuối năm 2024 khi lạm phát và lãi suất hạ nhiệt.

Tác động: Điều chỉnh tăng nhẹ dự báo năm 2024-2025

Dựa trên kết quả thực hiện trong năm 2023 và phân tích của chúng tôi về triển vọng xuất khẩu, HSC điều chỉnh tăng bình quân 2,5% dự báo lợi nhuận cho năm 2024-2025. Cụ thể, lợi nhuận thuần năm 2024 dự báo sẽ tăng trưởng mạnh 36% đạt 1.219 tỷ, sau đó tăng trưởng 6% trong năm 2025.

Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần 2 năm sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 20% từ mức nền thấp trong năm 2023.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 16% trong 3 tháng qua, VHC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10 lần, cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 8 lần. Dựa trên: bảng CĐKT lành mạnh, triển vọng phục hồi tích cực, mô hình kinh doanh tốt và Công ty tiếp tục mở rộng sang các sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận cao là collagen & gelatin, chúng tôi cho rằng VHC xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

Theo dự báo mới cho năm 2024-2025, HSC tăng 7% giá mục tiêu lên 78.400đ và nâng khuyến nghị lên Mua vào với tiềm năng tăng giá 20%.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	2,584	1,361	1,977	2,054 ▲	1,907
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,977	897	1,219	1,292	1,265
EPS ĐC (đồng)	10,780	4,877	6,516 ▲	6,905 ▲	6,761 ▲
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,000 ▲	2,000 ▲	2,000 ▲
BVPS (đồng)	41,036	44,510	48,113 ▲	52,050 ▲	55,863 ▲
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.34	10.5	7.24	7.17	7.65
P/E ĐC (lần)	6.06	13.4	10.0	9.46	9.66
Lợi suất cổ tức (%)	3.06	3.06	3.06	3.06	3.06
P/B (lần)	1.59	1.47	1.36	1.25	1.17
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	78.5	(54.8)	33.6	5.97	(2.09)
ROAE (%)	29.7	11.3	14.1	13.8	12.5

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

Lợi nhuận tăng trưởng tích cực từ nền thấp

Lợi nhuận 2 năm dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 20% từ nền thấp trong năm 2023. Triển vọng lợi nhuận của Công ty tích cực nhờ: giá xuất khẩu tăng khi nhu cầu hồi phục trong bối cảnh tình hình kinh tế ở các thị trường xuất khẩu trọng điểm cải thiện. Theo đó, HSC tăng 7% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 78.400đ và nâng khuyến nghị lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) với tiềm năng tăng giá 20%.

KQKD Q4/2023 kém khả quan nhưng giai đoạn xấu nhất có lẽ đã qua

VHC ghi nhận KQKD kém tích cực trong Q4/2023 với lợi nhuận thuần đạt 48 tỷ (giảm 74,9% so với cùng kỳ) & doanh thu thuần đạt 2.396 tỷ (giảm nhẹ 3,6% so với cùng kỳ). Lợi nhuận kém tích cực chủ yếu do nhu cầu sụt giảm tại các thị trường lớn và từ đó kéo theo giá bán giảm.

Tính chung cả năm 2023, lợi nhuận thuần đạt 897 tỷ (giảm 54,6% so với năm 2022) và doanh thu thuần đạt 10.039 tỷ (giảm 24,2% so với năm 2022), bằng lần lượt 94,5% & 85% dự báo cả năm 2023 của HSC.

Bảng 37: KQKD Q4/2023 & cả năm 2023, VHC

Lợi nhuận thuần Q4/2023 giảm 74,9% so với cùng kỳ do tỷ suất lợi nhuận gộp giảm

Tỷ đồng	Q4/2022	Q4/2023	% svck	2022	2023	Tăng trưởng
Doanh thu thuần	2,484	2,396	-3.6%	13,239	10,039	-24.2%
Giá vốn hàng bán	2,010	2,200	9.5%	10,266	8,594	-16.3%
Lợi nhuận gộp	474	195	-58.8%	2,974	1,445	-51.4%
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	19.1%	8.2%		22.5%	14.4%	
Lợi nhuận HĐ tài chính	(19)	37		63	149	135.5%
Chi phí BH & QL	(221)	(148)	-33.0%	(721)	(517)	-28.3%
Chi phí BH & QL/Doanh thu (%)	8.9%	6.2%		5.4%	5.2%	
Lợi nhuận HĐKD	233	84	-64.0%	2,317	1,077	-53.5%
Thu nhập thuần khác	(0)	15		4	31	713.7%
LNTT	233	99	-57.7%	2,320	1,108	-52.3%
Lợi nhuận thuần	190	48	-74.9%	1,977	897	-54.6%

Nguồn: VHC

Bảng 38: Cơ cấu doanh thu theo dòng sản phẩm chính, VHC

Doanh thu cá tra giảm 12,3% so với cùng kỳ nhưng tốc độ giảm đã chậm lại so với 9 tháng đầu năm 2023 (giảm 31,9% so với cùng kỳ)

Tỷ đồng	Q4/2022	Q4/2023	% svck	2022	2023	Tăng trưởng
Cá tra	1,378	1,209	-12.3%	8,451	5,537	-34.5%
Phụ phẩm	505	364	-27.9%	2,319	1,669	-28.0%
Collagen & gelatin	247	214	-13.4%	886	720	-18.7%
Sản phẩm GTGT	32	26	-18.8%	148	128	-13.7%
Khác	422	605	43.4%	1,662	1,920	15.5%
Tổng	2,584	2,418	-6.4%	13,466	9,974	-25.9%

Nguồn: VHC

Bảng 39: Cơ cấu doanh thu theo thị trường, VHC

Doanh thu sang thị trường Mỹ giảm 34,2% so với cùng kỳ nhưng tốc độ giảm đã chậm lại so với 9 tháng đầu năm 2023 (giảm 42% so với cùng kỳ)

Tỷ đồng	Q4/2022	Q4/2023	% so với cùng kỳ	2022	2023	Tăng trưởng
Mỹ	890	586	-34.2%	5,886	2,951	-49.9%
EU	442	416	-5.9%	1,817	1,636	-10.0%
Trung Quốc	163	218	33.7%	1,294	1,134	-12.4%
Các nước còn lại	1,089	1,198	10.0%	4,469	4,251	-4.9%
Tổng	2,584	2,418	-6.4%	13,466	9,973	-25.9%

Nguồn: VHC

Doanh thu mảng cá tra tiếp tục giảm nhưng sản lượng xuất khẩu tăng nhẹ

Doanh thu mảng cá tra (sản phẩm chính của VHC) đạt 1.209 tỷ đồng (giảm 12,3% so với cùng kỳ nhưng tốc độ giảm đã chậm lại so với 9 tháng đầu năm 2023 (giảm 31,9% so với cùng kỳ)). Theo ước tính của chúng tôi, sản lượng xuất khẩu cá tra tăng 2% so với cùng kỳ đạt 19.397 tấn trong Q4/2023 nhưng giá xuất khẩu bình quân giảm 30,5% so với cùng kỳ (và giảm 12,8% so với quý trước) xuống 2,6 USD/kg.

Doanh thu từ thị trường Trung Quốc tăng

HSC nhận thấy doanh thu từ thị trường Trung Quốc và các thị trường khác tăng trưởng tích cực. Doanh thu xuất khẩu sang Trung Quốc đạt 218 tỷ đồng, tăng 33,7% so với cùng kỳ và chuyển biến tích cực so với mức giảm 19% so với cùng kỳ trong 9 tháng đầu năm 2023. Doanh thu xuất khẩu sang các thị trường khác (các thị trường còn lại) cũng tăng 10% so với cùng kỳ đạt 1.198 tỷ đồng.

Doanh thu xuất khẩu sang Mỹ và EU giảm lần lượt 34,2% và 5,9% so với cùng kỳ nhưng tốc độ giảm đã chậm lại so với 9 tháng đầu năm 2023 (giảm lần lượt 42% và 27% so với cùng kỳ).

Tỷ suất lợi nhuận gộp chịu tác động tiêu cực khi giá xuất khẩu giảm

Tỷ suất lợi nhuận gộp Q4/2023 giảm xuống 8,2% từ 16,3% trong 9 tháng đầu năm 2023. Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm do giá xuất khẩu bình quân giảm 30,5% so với cùng kỳ (và giảm 12,8% so với quý trước) trong khi giá nguyên liệu bình quân ước tính chỉ giảm 8% so với cùng kỳ (và giảm 1% so với quý trước), thấp hơn đáng kể so với tốc độ giảm của giá xuất khẩu bình quân. Do đó, tỷ suất lợi nhuận gộp giảm xuống mức thấp nhất trong 10 năm vừa qua.

Dây chuyền C&G thứ hai nhiều khả năng sẽ được xây dựng trong Q2/2024

Tại ĐHCĐ năm 2023, cổ đông đã thông qua kế hoạch triển khai xây dựng dây chuyền collagen và gelatin (C&G) thứ hai với công suất 3.500 tấn trong năm 2023. Tuy nhiên, do điều kiện thị trường không thuận lợi nên dự án đã bị hoãn lại. Theo cuộc trao đổi gần đây của chúng tôi với Công ty, VHC sẽ khởi động lại dự án này vào Q2/2024 và dự kiến sẽ hoàn thành vào Q4/2024. Dây chuyền C&G thứ hai nhiều khả năng sẽ đóng góp vào KQKD của VHC trong năm 2025.

Mảng C&G có tỷ suất lợi nhuận cao, có thể đạt khoảng 30-35% trong những năm trước. Dây chuyền C&G hiện tại đang hoạt động hết công suất ở mức 3.200 tấn mỗi năm và đóng góp 7,2% vào doanh thu thuần & khoảng 15% vào lợi nhuận gộp trong năm 2023.

Lợi nhuận của VHC dự kiến sẽ được đẩy mạnh kể từ năm 2025 nhờ công suất mới này.

Điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận cho năm 2024-2025

HSC tăng bình quân 2,5% dự báo lợi nhuận cho năm 2024-2025 dựa trên kết quả thực hiện năm 2023 và quan điểm của chúng tôi về triển vọng phục hồi của hoạt động xuất khẩu trong năm 2024, đặc biệt là thị trường Mỹ - thị trường xuất khẩu chính của VHC.

HSC hiện dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 đạt 1.219 tỷ đồng (tăng trưởng 36%) và lợi nhuận năm 2025 đạt 1.292 tỷ đồng (tăng trưởng 6%). Lợi nhuận thuần 2 năm dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 20% từ mức nền thấp trong năm 2023. Chúng tôi chưa đưa dây chuyền C&G thứ hai vào mô hình dự báo và do đó có khả năng lợi nhuận sẽ vượt dự báo của chúng tôi kể từ năm 2025.

Những thay đổi trong giả định năm 2024-2025 của chúng tôi như sau.

Bảng 40: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận cho năm 2024-2025, VHC

HSC duy trì dự báo lợi nhuận cho năm 2024-2025. Theo dự báo mới, lợi nhuận tăng trưởng với tốc độ CAGR 2 năm là 20%

Tỷ đồng	2023	Tăng trưởng	2024F			Điều chỉnh	2025F			Tăng trưởng	CAGR 2 năm
			Dự báo cũ	Dự báo mới	Tăng trưởng		Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh		
Doanh thu thuần	10,039	-24.2%	11,738	11,789	17.4%	0.4%	12,722	12,927	1.6%	9.7%	13.5%
Lợi nhuận thuần	897	-54.7%	1,195	1,219	36.0%	2.0%	1,254	1,292	3.0%	6.0%	20.0%

Nguồn: HSC

Bảng 41: Giả định doanh thu theo dòng sản phẩm, VHC

HSC thay đổi một chút giả định doanh thu trong năm 2024-2025 của phụ phẩm và các sản phẩm khác dựa trên số liệu thực tế năm 2023

Tỷ đồng	2023	Tăng trưởng	2024F				2025F			
			Dự báo cũ	Dự báo mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Dự báo cũ	Dự báo mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh
Cá tra fillet	5,537	-34.5%	6,115	6,190	11.8%	1.2%	6,204	6,463	4.4%	4.2%
Collagen & Gelatin	720	-18.7%	783	783	8.8%	0.0%	799	799	2.0%	0.0%
Phụ phẩm	1,669	-28.0%	2,041	2,086	25.0%	2.2%	2,236	2,334	11.9%	4.4%
Khác	2,113	16.7%	2,799	2,729	29.2%	-2.5%	3,483	3,331	22.0%	-4.4%

Nguồn: HSC

Bảng 42: Dự báo xuất khẩu cá tra fillet, VHC

HSC nâng nhẹ giả định sản lượng & giá xuất khẩu trong năm 2024-2025 dựa trên số liệu thực tế năm 2023

	2023	Tăng trưởng	2024				2025			
			Dự báo cũ	Dự báo mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Dự báo cũ	Dự báo mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh
Sản lượng xuất khẩu (tấn)	75,000	-15.1%	74,863	76,500	2.0%	2.2%	76,906	78,030	2.0%	1.5%
Giá xuất khẩu (USD/kg)	3.2	-24.6%	3.4	3.4	8.0%	0.3%	3.4	3.4	0.0%	0.3%
Giá trị xuất khẩu (triệu USD)	237	-36.3%	252	261	10.2%	3.5%	259	266	2.0%	2.7%

Nguồn: HSC

Nâng khuyến nghị lên Mua vào với giá mục tiêu mới là 78.400đ

HSC tăng 7% giá mục tiêu lên 78.400đ sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận cho năm 2024-2025. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 20% và P/E dự phóng năm 2024 là 12 lần.

HSC tóm tắt tính toán và giả định cơ sở định giá trong Bảng 43-45. Chúng tôi cũng thực hiện phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với các giả định lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro vốn CSH trong Bảng 46.

Bảng 43: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, VHC

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
EBIT	1,420	1,453	1,440	1,549	1,628
Thu nhập thuần trừ nợ vay	1,204	1,225	1,217	1,303	1,359
Cộng: Khấu hao	557	600	467	419	444
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(723)	(753)	(653)	(682)	(500)
Trừ: Tăng vốn lưu động	245	51	(437)	(988)	(707)
UFCF	1,284	1,125	594	253	595

Nguồn: HSC

Bảng 44: Tính toán WACC, VHC

Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.5%
Beta (lần)	1.15
Chi phí vốn CSH	13.8%
Lãi suất bình quân	5.4%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	14.3%
Chi phí nợ sau thuế	4.6%
Tỷ trọng nợ	75.0%
WACC	11.5%

Nguồn: HSC

Bảng 45: Định giá DCF, VHC

Tỷ đồng	
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2%
Giá trị dài hạn	6,400
Tổng giá trị hiện tại	7,309
Cộng: Tài sản ngoài hoạt động	9,820
Trừ: Tổng nợ	2,259
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số	242
Giá trị của vốn CSH	14,628
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	187,044
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng/cp)	78,400

Nguồn: HSC

Bảng 46: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với tốc độ tăng trưởng dài hạn & lãi suất phi rủi ro (đồng), VHC

		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	77,600	78,800	80,300	81,800	83,600
	3.5%	76,800	78,000	79,300	80,700	82,400
	4.0%	76,000	77,100	78,400	79,700	81,200
	4.5%	75,400	76,400	77,500	78,800	80,200
	5.0%	74,700	75,700	76,700	77,900	79,200

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Tại thị giá hiện tại, VHC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10 lần, cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 8 lần.

Biểu đồ 47: P/E trượt dự phóng 1 năm, VHC

VHC hiện giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10 lần dựa trên ước tính của HSC....



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 48: Độ lệch chuẩn so với P/E trượt dự phóng 1 năm bình quân, VHC

....cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 8 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	13,239	10,039	11,789	12,927	14,380
Lợi nhuận gộp	2,974	1,445	2,077	2,175	2,243
Chi phí BH&QL	(721)	(517)	(658)	(721)	(802)
Thu nhập khác	34.4	49.0	0	0	0
Chi phí khác	(30.7)	(18.5)	0	0	0
EBIT	2,257	958	1,420	1,453	1,440
Lãi vay thuần	63.3	149	86.6	143	123
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0.22	0.80	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	2,320	1,108	1,506	1,596	1,563
Chi phí thuế TNDN	(306)	(158)	(215)	(228)	(223)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(37.7)	(53.1)	(72.2)	(76.5)	(74.9)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	1,977	897	1,219	1,292	1,265
Lợi nhuận thuần ĐC	1,977	897	1,219	1,292	1,265
EBITDA ĐC	2,584	1,361	1,977	2,054	1,907
EPS (đồng)	10,780	4,877	6,516	6,905	6,761
EPS ĐC (đồng)	10,780	4,877	6,516	6,905	6,761
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Sig CP bình quân (triệu đv)	183	184	187	187	187
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	183	187	187	187	187
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	183	187	187	187	187

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	554	238	616	196	345
Đầu tư ngắn hạn	1,767	2,068	2,839	4,044	4,044
Phải thu khách hàng	2,432	1,582	2,730	2,515	2,536
Hàng tồn kho	2,713	3,618	2,670	2,868	3,310
Các tài sản ngắn hạn khác	172	245	212	239	292
Tổng tài sản ngắn hạn	7,638	7,751	9,067	9,861	10,528
TSCĐ hữu hình	3,088	3,081	3,290	3,485	3,714
TSCĐ vô hình	301	462	453	446	438
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	10.5	11.3	11.3	11.3	11.3
Tài sản dài hạn khác	487	444	434	415	421
Tổng tài sản dài hạn	3,942	4,054	4,239	4,407	4,634
Tổng cộng tài sản	11,580	11,806	13,306	14,268	15,162
Nợ ngắn hạn	2,214	2,157	2,535	2,535	2,535
Phả trả người bán	448	299	404	430	471
Nợ ngắn hạn khác	732	523	676	757	822
Tổng nợ ngắn hạn	3,694	3,118	3,797	3,946	4,051
Nợ dài hạn	175	102	178	178	178
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	5.98	9.96	9.96	9.96	9.96
Nợ dài hạn khác	0.34	0.41	0.36	0.36	0.36
Tổng nợ dài hạn	181	112	188	188	188
Tổng nợ phải trả	3,884	3,239	3,993	4,142	4,248
Vốn chủ sở hữu	7,525	8,325	8,999	9,736	10,449
Lợi ích cổ đông thiểu số	171	242	314	390	465
Tổng vốn chủ sở hữu	7,696	8,567	9,313	10,126	10,914
Tổng nợ phải trả và VCSH	11,580	11,806	13,306	14,268	15,162
BVPS (đ)	41,036	44,510	48,113	52,050	55,863
Nợ thuần*/(tiền mặt)	1,835	2,021	2,097	2,517	2,367

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	2,257	958	1,420	1,453	1,440
Khấu hao	(327)	(402)	(557)	(600)	(467)
Lãi vay thuần	63.3	149	86.6	143	123
Thuế TNDN đã nộp	(63.0)	(315)	(215)	(228)	(223)
Thay đổi vốn lưu động	(1,592)	(528)	245	51.5	(437)
Khác	270	(54.2)	(34.4)	(193)	(168)
LCT thuần từ HKKD	1,199	463	1,972	1,684	1,078
Đầu tư TS dài hạn	(1,114)	(560)	(723)	(753)	(653)
Góp vốn & đầu tư	(2,213)	(3,552)	0	0	0
Thanh lý	13.5	0.70	0	0	0
Khác	1,807	3,431	319	387	386
LCT thuần từ HĐĐT	(1,507)	(680)	(404)	(365)	(267)
Cổ tức trả cho CSH	0	0	(367)	(367)	(367)
Thu từ phát hành CP	184	36.7	0	0	0
Tăng/giảm nợ	485	(129)	(824)	(1,372)	(295)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	669	(92.5)	(1,191)	(1,739)	(662)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	195	554	238	616	196
LCT thuần trong kỳ	361	(310)	378	(420)	150
Ảnh hưởng của tỷ giá	(2.76)	(6.69)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	554	237	616	196	345
Dòng tiền tự do	84.8	(97.3)	1,250	932	426

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	22.5	14.4	17.6	16.8	15.6
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	19.5	13.6	16.8	15.9	13.3
Tỷ suất LNT (%)	14.9	8.93	10.3	9.99	8.79
Thuế TNDN hiện hành (%)	13.2	14.3	14.3	14.3	14.3
Tăng trưởng doanh thu (%)	46.2	(24.2)	17.4	9.65	11.2
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	75.0	(47.4)	45.3	3.88	(7.15)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	79.9	(54.6)	36.0	5.97	(2.09)
Tăng trưởng EPS (%)	78.5	(54.8)	33.6	5.97	(2.09)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	78.5	(54.8)	33.6	5.97	(2.09)
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	18.6	41.0	30.7	29.0	29.6
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	29.7	11.3	14.1	13.8	12.5
ROACE (%)	32.4	11.6	15.6	14.7	13.4
Vòng quay tài sản (lần)	1.30	0.86	0.94	0.94	0.98
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.53	0.48	1.39	1.16	0.75
Số ngày tồn kho	96.5	154	100	97.3	99.6
Số ngày phải thu	86.5	67.2	103	85.4	76.3
Số ngày phải trả	15.9	12.7	15.2	14.6	14.2
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	24.7	24.5	23.7	26.1	23.0
Nợ/tài sản (%)	20.8	19.3	20.6	19.2	18.1
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.93	1.68	1.39	1.33	1.44
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.07	2.49	2.39	2.50	2.60
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.04	1.42	1.21	1.14	1.01
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.34	10.5	7.24	7.17	7.65
P/E (lần)	6.06	13.4	10.0	9.46	9.66
P/E ĐC (lần)	6.06	13.4	10.0	9.46	9.66
P/B (lần)	1.59	1.47	1.36	1.25	1.17
Lợi suất cổ tức (%)	3.06	3.06	3.06	3.06	3.06

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

Năm giữ (từ Giảm tỷ trọng)

Giá mục tiêu: VNĐ16,400 (giữ nguyên)

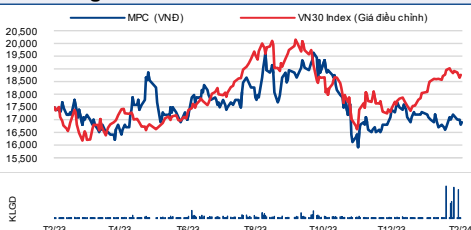
Tiềm năng tăng/giảm: -3.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (2/2/2024) 16,900

Mã Bloomberg	MPC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	15,923-19,636
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	16,940
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	6,758
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	278
Slg CP lưu hành (tr.đv)	400
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	196
Slg CP NN được mua (tr.đv)	43.0
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	38.2%
Tỷ lệ freefloat	59.8%
Cổ đông lớn	Chu Thị Bình (17.5%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(1.74)	2.36	(3.35)
So với chỉ số	(5.35)	(5.24)	(10.0)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch. lệch
2023F	(121)	(121)	(0.0)
2024F	842	842	(0.0)
2025F	940	940	(0.1)

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

Triển vọng hồi phục cận kề; nâng khuyến nghị lên Năm giữ

- HSC duy trì giá mục tiêu là 16.400đ nhưng nâng khuyến nghị đối với MPC lên Năm giữ (từ Giảm tỷ trọng) trên cơ sở triển vọng hồi phục đã gần hơn.
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo cho giai đoạn 2023-2025 với lợi nhuận thuần đạt 181 tỷ đồng (chuyển biến tích cực so với lỗ ước tính 48 tỷ đồng trong năm 2023) và sau đó tăng trưởng 18,3% trong năm 2025.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 5% kể từ Báo cáo cập nhật gần nhất của HSC vào ngày 12/12/2023, MPC đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2024 là 20,2 lần và năm 2025 là 18,1 lần.

Sự kiện: Phân tích hoạt động xuất khẩu năm 2023

Doanh thu xuất khẩu của MPC trong năm 2023 ước tính đạt 405 triệu USD, giảm 27% so với năm 2022, nhìn chung sát với dự báo của HSC (420 triệu USD). Chúng tôi hiện dự báo doanh thu xuất khẩu của Công ty sẽ hồi phục 11,2% trong năm 2024, sau đó tăng trưởng 5,1% trong năm 2025.

Tác động: Duy trì dự báo cho giai đoạn 2023-2025

Doanh thu xuất khẩu của MPC trong năm 2023 ước tính đạt 405 triệu USD, giảm 27% so với năm 2022, nhìn chung sát với dự báo của HSC (420 triệu USD). Chúng tôi hiện dự báo doanh thu xuất khẩu của Công ty sẽ hồi phục 11,2% trong năm 2024, sau đó tăng trưởng 5,1% trong năm 2025.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 5% kể từ Báo cáo cập nhật gần nhất của chúng tôi vào ngày 12/12/2023, MPC đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2024 là 20,2 lần và năm 2025 là 18,1 lần.

HSC duy trì giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 16.400đ nhưng nâng khuyến nghị lên Năm giữ (từ Giảm tỷ trọng) với rủi ro giảm giá là 3%. Triển vọng hồi phục của MPC đã cận kề, nhưng chúng tôi cho rằng giá đã sát giá trị hợp lý. Tuy nhiên, HSC vẫn lạc quan đối với triển vọng HKKD của MPC và tin rằng nhu cầu sẽ tiếp tục hồi phục, do đó định giá xứng đáng ở mặt bằng cao hơn so với quá khứ.

Cuối năm: Tháng 12	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	914	1,250	254	369	413
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	642	823	(48.3)	337	376
EPS ĐC (đồng)	1,606	2,058	(121)	842	940
DPS (đồng)	500	500	500	500	500
BVPS (đồng)	13,402	14,119	13,088	13,042	13,043
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.6	7.98	39.8	28.9	24.8
P/E ĐC (lần)	10.5	8.21	N/a	20.1	18.0
Lợi suất cổ tức (%)	2.96	2.96	2.96	2.96	2.96
P/B (lần)	1.26	1.20	1.29	1.30	1.30
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(3.98)	28.2	(106)	796	11.6
ROAE (%)	12.2	15.0	(0.89)	6.44	7.20

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

Nâng khuyến nghị lên Nắm giữ

Giá trị xuất khẩu của MPC trong năm 2023 ước tính đạt 405 triệu USD và nhìn chung sát với dự báo 420 triệu USD của chúng tôi. HSC duy trì dự báo rằng hoạt động xuất khẩu của MPC sẽ tăng trưởng 6% trong năm 2024 dựa trên giả định nhu cầu toàn cầu phục hồi và theo đó MPC sẽ ghi nhận lợi nhuận 181 tỷ đồng so với lỗ 48 tỷ đồng trong năm 2023 khi giá xuất khẩu cải thiện và măng nuôi tôm được quản trị hiệu quả hơn. Chúng tôi duy trì dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2023-2025 và giá mục tiêu là 16.400đ nhưng nâng khuyến nghị lên Nắm giữ (từ Giảm tỷ trọng) (rủi ro giảm giá: 3%) nhờ triển vọng phục hồi đã gần hơn.

Phân tích tình hình xuất khẩu năm 2023

MPC hiện chưa công bố KQKD năm 2023. Tuy nhiên, dựa trên số liệu của Tổng cục Hải quan (được Agromonitor (công ty chuyên cung cấp số liệu) cung cấp), giá trị xuất khẩu của MPC trong năm 2023 ước tính đạt 405 triệu USD, giảm 27% so với năm 2022 (giảm mạnh hơn mức bình quân ngành là 21%) và nhìn chung sát với dự báo của HSC là 420 triệu USD.

Giá trị xuất khẩu giảm xuống do doanh thu xuất khẩu sang Nhật Bản và Canada giảm lần lượt khoảng 35% và 50% so với năm 2022. Trong khi đó, doanh thu xuất khẩu sang Mỹ chỉ giảm nhẹ 3% so với cùng kỳ.

Mỹ vẫn là thị trường xuất khẩu lớn nhất của MPC và đóng góp khoảng 23% tổng kim ngạch xuất khẩu năm 2023 của Công ty. Tiếp theo là Nhật Bản, chiếm khoảng 20% tổng giá trị xuất khẩu năm 2023.

Hoạt động xuất khẩu của MPC chịu ảnh hưởng tiêu cực không chỉ do nhu cầu yếu trong năm 2023 mà còn do sự cạnh tranh gay gắt từ các nhà cung cấp giá rẻ từ Ấn Độ và Ecuador, đặc biệt tại thị trường Nhật Bản.

Duy trì dự báo lợi nhuận năm 2024-2025

Doanh thu xuất khẩu của MPC trong năm 2023 sát với dự báo của chúng tôi. Tuy nhiên, tăng trưởng kinh tế của 2 thị trường xuất khẩu chính là Mỹ và Nhật Bản dự báo sẽ chỉ ở mức khiêm tốn là 0,8 – 1,5%, nên HSC dự báo hoạt động xuất khẩu của MPC chỉ phục hồi nhẹ trong năm 2024. Tóm lại, chúng tôi duy trì dự báo lợi nhuận trong năm 2024-2025.

Doanh thu dự báo sẽ tăng trưởng khiêm tốn 6% trong năm 2024 và sau đó tăng trưởng 3,8% trong năm 2025. Trong khi đó, lợi nhuận thuần năm 2024 dự báo đạt 181 tỷ đồng, chuyển biến tích cực so với ước tính lỗ 48 tỷ đồng trong năm 2023.

Bảng 49: Dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2023-2025, MPC

Tỷ đồng	2023F	Tăng trưởng	2024F	Tăng trưởng	2025F	Tăng trưởng
Doanh thu	10,321	-37.2%	10,944	6.0%	11,356	3.8%
Lợi nhuận thuần	(48)	-105.9%	181	n/m	215	18.3%

Nguồn: HSC

Bảng 50: Các giả định xuất khẩu chính, MPC

	2023F	Tăng trưởng	2024F	Tăng trưởng	2025F	Tăng trưởng
Doanh thu xuất khẩu (triệu USD)	405	-27.0%	450	11.2%	473	5.1%
Sản lượng xuất khẩu (tấn)	38,443	-9.0%	39,596	3.0%	40,784	3.0%
Giá xuất khẩu (USD/kg)	10.5	-18.3%	11	8.0%	12	2.0%

Nguồn: HSC, Agromonitor

Nâng khuyến nghị lên Nắm giữ

Như đã đề cập ở trên, HSC duy trì dự báo lợi nhuận năm 2024-2025 và giá mục tiêu là 16.400đ/cp. Tuy nhiên, chúng tôi nâng khuyến nghị đối với MPC lên Nắm giữ từ Giảm tỷ trọng (rủi ro giảm giá: 3%).

Tại giá mục tiêu, MPC đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2024 là 20,2 lần; cao hơn năm 2021 và 2022 lần lượt ở mức 10,6 lần & 8,6 lần. Tuy nhiên, HSC cho rằng

giai đoạn khó khăn nhất đã qua. Chúng tôi lạc quan đối với triển vọng HĐKD của MPC và dự báo Công ty sẽ có lợi nhuận trở lại trong năm 2024 khi nhu cầu toàn cầu hồi phục.

Giá cổ phiếu MPC đã giảm 5% kể từ Báo cáo cập nhật gần nhất của HSC vào ngày 12/12/2022. Sau một thời gian dài diễn biến kém tích cực do lợi nhuận yếu và thanh khoản thấp, MPC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 38 lần, và P/E dự phóng năm 2025 sẽ giảm xuống 18,1 lần.

Bảng 51: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, MPC

Tỷ đồng	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
EBIT	104	369	413	443	475	511
Thu nhập thuần trừ nợ vay	98	337	376	402	432	464
Cộng: Khấu hao	146	159	161	161	163	162
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(560)	(412)	(49)	(15)	(57)	(12)
Trừ: Tăng vốn lưu động	825	(308)	295	(193)	(87)	49
UFCF	509	(225)	783	355	451	664

Nguồn: HSC

Bảng 52: Tính toán WACC, MPC

Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.5%
Beta (x)	1.00
Chi phí vốn CSH	13%
Lãi suất bình quân	2.5%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	11.5%
Chi phí nợ sau thuế	2.2%
Tỷ trọng nợ	40.0%
WACC	8.4%

Nguồn: HSC

Bảng 53: Định giá DCF, MPC

Tỷ đồng	
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2%
Giá trị dài hạn	10,589
Tổng giá trị hiện tại	9,305
Cộng: Tài sản ngoài hoạt động	857
Trừ: Tổng nợ	(3,450)
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số	(141)
Giá trị vốn CSH	6,570
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	400
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng/cp)	16,400

Nguồn: HSC

Bảng 54: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với tốc độ tăng trưởng dài hạn & lãi suất phi rủi ro (đồng), MPC

		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	15,600	17,100	19,000	21,100	23,700
	3.5%	14,600	16,000	17,600	19,600	21,900
	4.0%	13,700	15,000	16,400	18,200	20,200
	4.5%	12,800	14,000	15,300	16,900	18,700
	5.0%	12,100	13,100	14,300	15,800	17,400

Nguồn: 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	13,578	16,425	10,321	10,944	11,356
Lợi nhuận gộp	1,941	2,760	1,086	1,397	1,481
Chi phí BH&QL	(1,226)	(1,718)	(982)	(1,029)	(1,067)
Thu nhập khác	9.22	6.03	3.92	0	0
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	724	1,048	108	369	413
Lãi vay thuần	19.9	(140)	(146)	-	-
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	31.3	31.8	0	-	-
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	775	940	(38.7)	369	413
Chi phí thuế TNDN	(119)	(108)	(9.67)	(32.0)	(37.9)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(14.8)	(9.59)	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	642	823	(48.3)	337	376
Lợi nhuận thuần ĐC	642	823	(48.3)	337	376
EBITDA ĐC	914	1,250	254	369	413
EPS (đồng)	1,606	2,058	(121)	842	940
EPS ĐC (đồng)	1,606	2,058	(121)	842	940
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	854	482	881
Đầu tư ngắn hạn	311	49.8	3.23	3.23	3.23
Phải thu khách hàng	1,833	1,528	1,230	1,329	1,327
Hàng tồn kho	4,462	5,047	4,270	4,537	4,250
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	6,434	6,435	6,539
TSCĐ hữu hình	1,732	2,459	2,979	3,226	3,120
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	145	157	156
Tổng tài sản dài hạn	2,380	3,077	3,491	3,744	3,632
Tổng cộng tài sản	9,559	10,638	9,924	10,178	10,171
Nợ ngắn hạn	3,250	3,785	3,750	4,050	4,150
Phải trả người bán	352	431	193	222	209
Nợ ngắn hạn khác	218	242	178	198	214
Tổng nợ ngắn hạn	3,947	4,547	4,185	4,548	4,644
Nợ dài hạn	0	133	300	200	100
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	84.4	138	39.8	48.3	43.3
Nợ dài hạn khác	35.6	34.8	26.2	27.8	28.6
Tổng nợ dài hạn	120	306	366	276	172
Tổng nợ phải trả	4,067	4,853	4,551	4,824	4,816
Vốn chủ sở hữu	5,357	5,644	5,232	5,213	5,213
Lợi ích cổ đông thiểu số	135	141	141	141	141
Tổng vốn chủ sở hữu	5,492	5,785	5,373	5,355	5,355
Tổng nợ phải trả và VCSH	9,559	10,638	9,924	10,178	10,171
BVPS (đ)	13,402	14,119	13,088	13,042	13,043
Nợ thuần*/(tiền mặt)	2,762	3,079	3,196	3,768	3,369

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
EBIT	724	1,048	108	369	413
Khấu hao	(189)	(202)	(146)	-	-
Lãi vay thuần	19.9	(140)	(146)	-	-
Thuế TNDN đã nộp	(119)	(108)	(9.67)	(32.0)	(37.9)
Thay đổi vốn lưu động	(1,486)	(418)	826	(309)	296
Khác	(15.9)	(8.75)	(13.1)	(102)	(93.9)
LCT thuần từ HKKD	(687)	576	911	(74.0)	577
Đầu tư TS dài hạn	(537)	(868)	(560)	(412)	(49.2)
Góp vốn & đầu tư	#####	#####	46,549	0	0
Thanh lý	1.09	4.62	0	0	0
Khác	449,983	366,709	(46,408)	101	104
LCT thuần từ HĐĐT	332	(487)	(419)	(311)	55.1
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	(276)	213	(33.1)
Khác	(35.8)	(31.4)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(273)	262	(476)	13.3	(233)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,120	488	838	854	482
LCT thuần trong kỳ	(628)	350	16.0	(372)	399
Ảnh hưởng của tỷ giá	(3.96)	(0.28)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	488	838	854	482	881
Dòng tiền tự do	(1,224)	(292)	351	(486)	528

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	10.5	12.8	13.0
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	6.73	7.61	2.46	3.37	3.64
Tỷ suất LNT (%)	4.73	5.01	(0.47)	3.08	3.31
Thuế TNDN hiện hành (%)	15.3	11.5	(25.0)	8.69	9.16
Tăng trưởng doanh thu (%)	(5.25)	21.0	(37.2)	6.03	3.76
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	10.7	36.8	(79.7)	45.3	12.2
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(3.98)	28.2	(106)	796	11.6
Tăng trưởng EPS (%)	(3.98)	28.2	(106)	796	11.6
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(3.98)	28.2	(106)	796	11.6
Tăng trưởng DPS (%)	(50.0)	0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	31.1	24.3	(413)	59.4	53.2
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	12.2	15.0	(0.89)	6.44	7.20
ROACE (%)	13.2	17.9	1.82	6.48	7.41
Vòng quay tài sản (lần)	1.47	1.63	1.00	1.09	1.12
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	(0.95)	0.55	8.46	(0.20)	1.40
Số ngày tồn kho	140	135	169	173	157
Số ngày phải thu	57.5	40.8	48.6	50.8	49.1
Số ngày phải trả	11.0	11.5	7.61	8.50	7.74
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	53.5	55.4	62.1	73.5	65.7
Nợ/tài sản (%)	35.1	37.3	41.3	42.4	42.3
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	7.51	0.74	-	-
Nợ/EBITDA (lần)	3.67	3.17	16.2	11.7	10.4
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.82	1.66	1.54	1.41	1.41
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.71	0.61	0.98	0.97	0.90
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.6	7.98	39.8	28.9	24.8
P/E (lần)	10.5	8.21	N/a	20.1	18.0
P/E ĐC (lần)	10.5	8.21	N/a	20.1	18.0
P/B (lần)	1.26	1.20	1.29	1.30	1.30
Lợi suất cổ tức (%)	2.96	2.96	2.96	2.96	2.96

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