

Ngành thủy sản: Đà phục hồi dự kiến tăng tốc vào nửa cuối năm 2024

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

- Tổng doanh thu thuần của các công ty thủy sản tăng mạnh 19% so với cùng kỳ trong nửa đầu năm 2024, chủ yếu nhờ sản lượng tiêu thụ tăng, trong khi tổng lợi nhuận thuần giảm 21,6% so với cùng kỳ do giá bán bình quân giảm.
- HSC tin rằng lợi nhuận của các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản sẽ cải thiện trong nửa cuối năm 2024 (lợi nhuận năm 2025-2026 cũng cải thiện) nhờ giá bán bình quân đang tăng dần, đặc biệt đối với thị trường Mỹ.
- VHC (Mua vào, giá mục tiêu 91.600đ) là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi vì Công ty là đối tượng hưởng lợi lớn nhất khi kinh tế Mỹ hồi phục. Ngoài ra, chúng tôi cũng ưa thích cổ phiếu FMC (Mua vào, giá mục tiêu 59.300đ) dựa trên đà tăng trưởng vững chắc của Công ty, cũng như đưa ra khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với ANV (giá mục tiêu 37.300đ) do hoạt động xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc phục hồi tương đối chậm.

Cập nhật sau khi công bố KQKD Q2/2024

Trong Q2/2024, kim ngạch xuất khẩu thủy sản của Việt Nam đạt 2.516 triệu USD, tăng 8,2% so với cùng kỳ, phục hồi từ mức nền thấp của Q2/2023. Trong đó, kim ngạch xuất khẩu tôm đạt 931 triệu USD, giảm nhẹ 0,9% so với cùng kỳ, kim ngạch xuất khẩu cá tra đạt 513 triệu USD, tăng 13% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, đà phục hồi đã phục hồi chủ yếu là về sản lượng xuất khẩu, trong khi giá xuất khẩu bình quân vẫn ở mức thấp.

Tốc độ tăng trưởng xuất khẩu sang thị trường Mỹ tương đối mạnh hơn so với các thị trường khác. Tổng sản lượng xuất khẩu thủy sản của Việt Nam trong Q2/2024 tăng 8,2% so với cùng kỳ, trong đó xuất khẩu sang Mỹ tăng 8,5% so với cùng kỳ. Trong khi đó, xuất khẩu sang Nhật Bản và Trung Quốc giảm lần lượt 4,6% so với cùng kỳ và 7,2% so với cùng kỳ.

Kỳ vọng tăng trưởng mạnh hơn trong nửa cuối năm 2024 và năm 2025-2026

Kết quả xuất khẩu trong tháng 7/2024 cho thấy giá xuất khẩu bình quân tiếp tục cải thiện ở cả hai phân khúc sản phẩm cá tra và tôm trong khi chi phí nguyên liệu giảm. Điều này sẽ giúp tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện trong nửa cuối năm 2024 và chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng này sẽ kéo dài sang năm 2025-2026. Do đó, HSC dự báo tất cả các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản trong danh sách khuyến nghị sẽ ghi nhận lợi nhuận cao hơn trong nửa cuối năm 2024 nhờ tình hình thị trường cải thiện hơn trước đây. Lợi nhuận nửa cuối năm 2024 dự kiến sẽ cao hơn so với cùng kỳ nhờ so với mức nền thấp trong nửa cuối năm 2023.

Dự báo của chúng tôi cho thấy tổng lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 21,2%, với mức tăng lần lượt 37,2%, 17,1%, và 10,7% trong năm 2024, 2025, và 2026.

Khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với VHC, với giá mục tiêu là 91.600đ (tiềm năng tăng giá 26,5%) nhờ hưởng lợi từ sự phục hồi của kinh tế Mỹ, sự tăng trưởng lợi nhuận vững chắc (lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 15,6%), và bảng CĐKT lành mạnh với vị thế tiền mặt ổn định.

Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với FMC lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) với giá mục tiêu không đổi 59.300đ và tiềm năng tăng giá là 23%. Cổ phiếu FMC được ưa thích là nhờ có mức tăng trưởng ổn định (lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 15,4%), cơ cấu thị trường cân bằng, và đội ngũ BLĐ tâm huyết.

Trong khi đó, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với ANV xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) với giá mục tiêu không đổi ở mức 37.300đ (tiềm năng tăng giá 15%). Thị trường Trung Quốc phục hồi chậm hơn dự kiến đã ảnh hưởng đến triển vọng lợi nhuận của ANV.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 20/8.

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 (%)		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
ANV	32,550	Tăng tỷ trọng	Mua vào	37,300	-	14.6	28.4	16.3	13.7	10.2	3.07	3.07
FMC	48,250	Mua vào	Tăng tỷ trọng	59,300	-	22.9	9.26	8.48	6.30	6.35	4.15	4.15
VHC	72,400	Mua vào	-	91,600	-	26.5	11.3	10.1	9.31	8.01	2.76	2.76

Giá cổ phiếu tại ngày 19/8/2024.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Đà phục hồi trong nửa cuối năm 2024 kéo sang năm 2025-2026	3
Phân tích KQKD Q2/2024: KQKD trái chiều nhưng có cải thiện	3
Điều chỉnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026	5
Định giá và khuyến nghị	7
Báo cáo thành phần	
CTCP Vĩnh Hoàn (VHC)	9
Công ty Cổ phần Thực phẩm Sao Ta (FMC)	14
Công ty Cổ phần Nam Việt (ANV)	18

Đà phục hồi trong nửa cuối năm 2024 kéo sang năm 2025-2026

Tổng lợi nhuận thuần của các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản trong Q2/2024 tăng 16,6% so với cùng kỳ và tăng 6% so với quý trước chủ yếu nhờ sản lượng tiêu thụ tăng, trong khi giá bán bình quân giảm 17% so với cùng kỳ (nhưng tăng khoảng 4% so với quý trước). Giá bán bình quân tại thị trường Mỹ cải thiện tương đối mạnh hơn so với các thị trường khác và chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng này sẽ duy trì trong nửa cuối năm 2024 và năm 2025-2026. Trong khi đó, lợi nhuận nửa cuối năm 2024 dự kiến sẽ cao hơn so với cùng kỳ nhờ so với mức nền thấp trong nửa cuối năm 2023. Do đó, chúng tôi dự báo tổng lợi nhuận thuần của các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản trong danh sách khuyến nghị tăng trưởng vững chắc với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 21,2%. HSC đưa ra khuyến nghị Mua vào đối với VHC (lựa chọn hàng đầu) và FMC (nâng khuyến nghị từ Tăng tỷ trọng), trong khi khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với ANV (hạ khuyến nghị từ Mua vào).

Phân tích KQKD Q2/2024: KQKD trái chiều nhưng có cải thiện

Ba doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản trong danh sách khuyến nghị của HSC – ANV, VHC, và FMC – công bố KQKD Q2/2024, với tổng doanh thu thuần tăng mạnh 16,6% so với cùng kỳ. Cả 3 công ty đều ghi nhận doanh thu thuần vững chắc, chủ yếu nhờ sản lượng tiêu thụ cải thiện hơn so với Q2/2023. Tuy vậy, tổng lợi nhuận thuần giảm 12,4% so với cùng kỳ. ANV ghi nhận chuyển biến lợi nhuận tích cực trong quý, với 20 tỷ đồng lợi nhuận từ lỗ 51 tỷ đồng trong Q2/2023. Trong khi đó, cả VHC và FMC đều chứng kiến lợi nhuận thuần giảm.

Trong nửa đầu năm 2024, tổng doanh thu thuần của các doanh nghiệp thủy sản trong danh sách khuyến nghị tăng mạnh 19% so với cùng kỳ, trong khi lợi nhuận thuần giảm 21,6% so với cùng kỳ.

Bảng 1: Doanh thu thuần Q2/2024 & 6 tháng đầu năm 2024, các doanh nghiệp ngành Thủy sản HSC khuyến nghị

Doanh thu Q2/2024 & 6 tháng đầu năm 2024 tăng trưởng mạnh mẽ, chủ yếu nhờ sản lượng tiêu thụ tăng

Tỷ đồng	Q2/23	Q1/24	Q2/24	% so với cùng kỳ	% so với quý trước	6T2023	6T2024	% so với cùng kỳ	% kế hoạch 2024	% dự báo 2024 của HSC
ANV	1,074	1,016	1,193	11.1%	17%	2,229	2,209	-0.9%	44.2%	43.3%
FMC	1,033	1,461	1,243	20.3%	-15%	2,041	2,704	32.4%	52.1%	48.6%
VHC	2,724	2,856	3,196	17.3%	12%	4,945	6,051	22.4%	56.6%	51.3%
Tổng	4,831	5,332	5,632	16.6%	6%	9,216	10,964	19.0%	48.2%	46.0%

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Bảng 2: Lợi nhuận thuần Q2/2024 & 6 tháng đầu năm 2024, các doanh nghiệp ngành Thủy sản HSC khuyến nghị

Lợi nhuận thuần Q2/2024 giảm 12,4% và nửa đầu năm giảm 21,6% so với cùng kỳ, chủ yếu do giá bán bình quân giảm

Tỷ đồng	Q2/23	Q1/24	Q2/24	% so với cùng kỳ	% so với quý trước	6T2023	6T2024	% so với cùng kỳ	% kế hoạch 2024	% dự báo 2024 của HSC
ANV	(51)	17	20	Đảo chiều	18.8%	41	37	-10.5%	10.3%	13.8%
FMC	68	50	66	-3.1%	33.4%	112	116	3.5%	36.2%	33.7%
VHC	440	170	314	-28.6%	85.1%	659	484	-26.6%	48.4-60.5%	40.3%
Tổng	457	236	400	-12.4%	69.5%	812	637	-21.6%	34%	29.3%

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Sản lượng tiêu thụ tăng, nhưng giá bán bình quân vẫn ở mức thấp

Trong Q2/2024, kim ngạch xuất khẩu thủy sản của Việt Nam đạt 2.516 triệu USD, phục hồi 8,2% từ mức nền thấp của Q2/2023. Trong đó, kim ngạch xuất khẩu tôm đạt 931 triệu USD, giảm nhẹ 0,9% so với cùng kỳ, kim ngạch xuất khẩu cá tra đạt 513 triệu USD, tăng 13% so với cùng kỳ.

Tuy nhiên, đà phục hồi chủ yếu là về sản lượng xuất khẩu, trong khi giá xuất khẩu bình quân vẫn ở mức thấp. Sản lượng xuất khẩu tôm trong Q2/2024 đạt 103.600 tấn, tăng 3,5% so với cùng kỳ, còn giá xuất khẩu bình quân giảm nhẹ 4,3% so với cùng kỳ xuống 9 USD/kg. Trong khi đó, sản lượng xuất khẩu cá tra đạt 232.000 tấn, tăng 23,1% so với cùng kỳ nhưng giá xuất khẩu bình quân giảm 10,2% so với cùng kỳ xuống 2,2 USD/kg.

Bảng 3: Kết quả xuất khẩu trong Q2/2024 & 6 tháng đầu năm 2024, các doanh nghiệp ngành Thủy sản HSC khuyến nghị

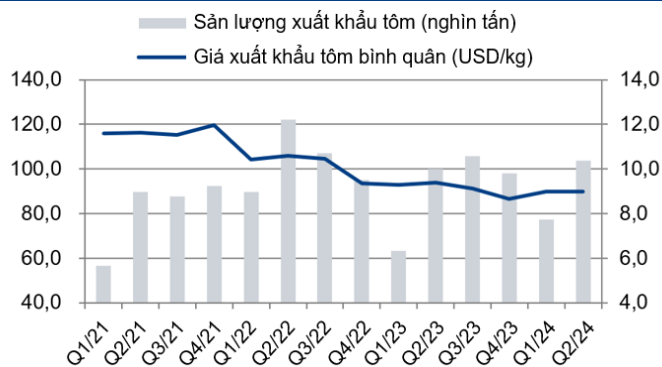
Sản lượng xuất khẩu trong Q2/2024 & 6 tháng đầu năm 2024 tăng so với cùng kỳ, bù đắp một phần cho sự sụt giảm so với cùng kỳ của giá bán bình quân

Triệu USD	Q2/2023	Q2/2024	% so với cùng kỳ	6T2023	6T2024	% so với cùng kỳ
ANV	26.3	27.7	5.4%	55.5	48.7	-12.1%
VHC	69.1	64.1	-7.2%	122.1	124.7	2.1%
FMC	43.5	45.3	4.2%	86.7	95.0	9.6%
Sản lượng xuất khẩu (nghìn tấn)						
ANV	12.5	15.2	21%	25.7	26.1	1.6%
VHC	19.1	22.3	17%	34.5	44.4	28.9%
FMC	3.3	4.2	25%	6.7	8.4	24.5%
Giá xuất khẩu bình quân (USD/kg)						
ANV	2.1	1.8	-13%	2.2	1.9	-14%
VHC	3.6	2.9	-21%	3.5	2.8	-21%
FMC	13.1	10.9	-17%	12.9	11.4	-12%

Nguồn: Dữ liệu các công ty, Agromonitor, HSC

Biểu đồ 4: Sản lượng & giá xuất khẩu tôm hàng quý, Việt Nam

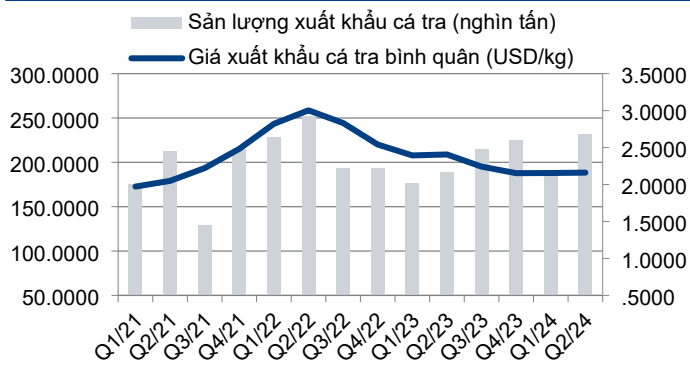
Giá xuất khẩu tôm bình quân giảm 4,3% so với cùng kỳ trong Q2/2024



Nguồn: Agromonitor, HSC

Biểu đồ 5: Sản lượng & giá xuất khẩu cá tra hàng quý, Việt Nam

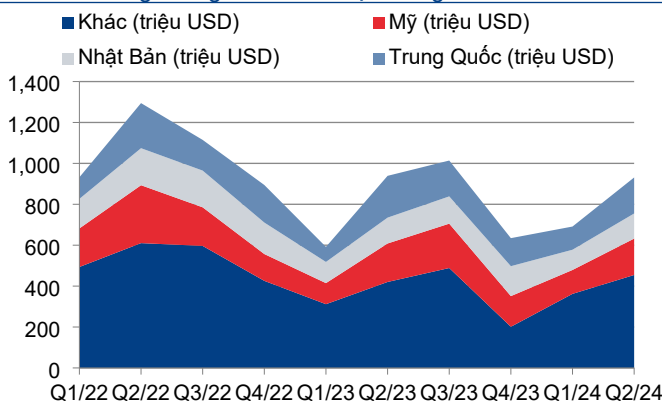
Giá xuất khẩu cá tra bình quân giảm 10,2% so với cùng kỳ trong Q2/2024



Nguồn: Agromonitor, HSC

Biểu đồ 6: KNXK tôm theo thị trường trọng điểm, Việt Nam

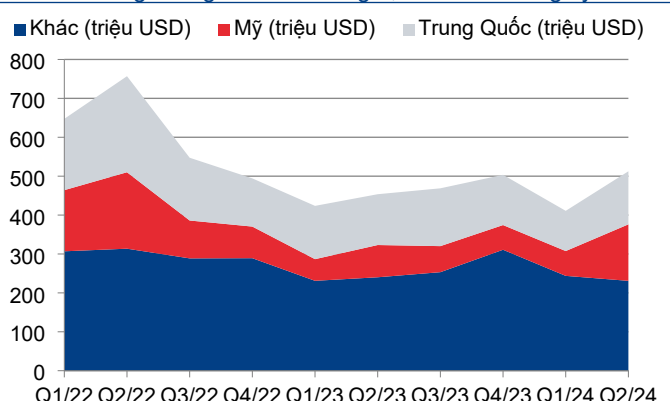
Trong Q2/2024, KNXK sang Mỹ tăng 8,5% so với cùng kỳ trong khi KNXK sang Trung Quốc và Nhật Bản giảm



Nguồn: Agromonitor, HSC

Biểu đồ 7: KNXK cá tra theo thị trường trọng điểm, Việt Nam

Trong Q2/2024, KNXK sang Mỹ tăng 75% so với cùng kỳ trong khi KNXK sang Trung Quốc chỉ tăng 4,4% so với cùng kỳ



Nguồn: Agromonitor, HSC

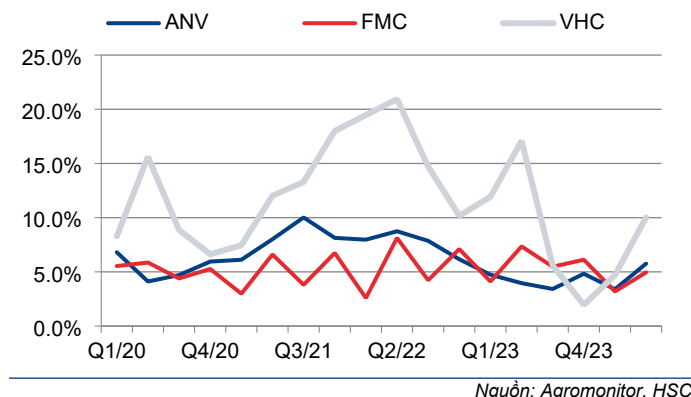
Thị trường Mỹ tăng trưởng, nhưng Trung Quốc giảm

Mức độ tăng trưởng sản lượng xuất khẩu sang thị trường Mỹ tương đối mạnh hơn so với các thị trường khác. Tổng sản lượng xuất khẩu thủy sản của Việt Nam trong Q2/2024 tăng 8,2% so với cùng kỳ, trong đó xuất khẩu sang Mỹ đặc biệt tăng 8,5% so với cùng kỳ. Trong khi đó, xuất khẩu sang Nhật Bản và Trung Quốc giảm lần lượt 4,6% so với cùng kỳ và 7,2% so với cùng kỳ.

Xét theo sản phẩm xuất khẩu chủ lực, kim ngạch xuất khẩu tôm sang Mỹ giảm 5,4% so với cùng kỳ nhưng vẫn tương đối tốt hơn mức giảm 13,9% tại thị trường Trung Quốc. Trong khi đó, kim ngạch xuất khẩu cá tra sang thị trường Mỹ đã phục hồi hoàn toàn và tăng trưởng 75,2% so với cùng kỳ, cao hơn so mức tăng 4,4% tại thị trường Trung Quốc.

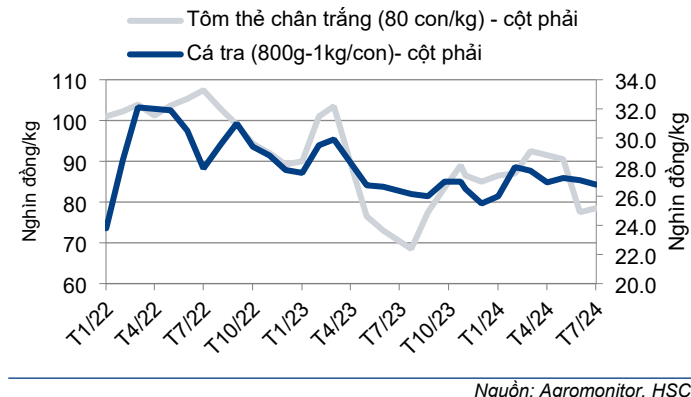
Biểu đồ 8: Tỷ suất EBIT hàng quý, các doanh nghiệp ngành Thủy sản HSC khuyến nghị

Tỷ suất EBIT trong Q2/2024 tiếp tục cải thiện so với quý trước



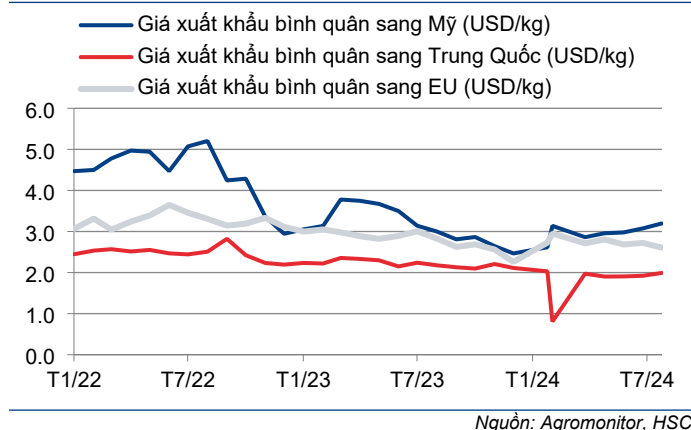
Biểu đồ 9: Giá nguyên liệu, tôm & cá tra

Giá nguyên liệu Q2/2024 đã giảm so với Q1/2024



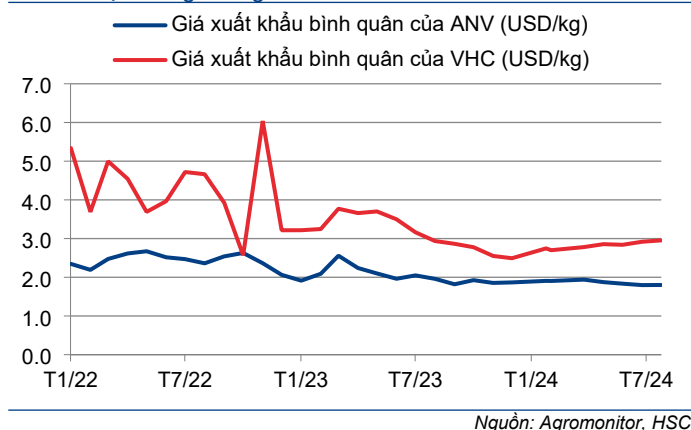
Biểu đồ 10: Giá xuất khẩu cá tra bình quân, Việt Nam

Giá xuất khẩu sang thị trường Mỹ đã dần cải thiện so với đầu năm trong khi giá xuất khẩu sang Trung Quốc vẫn yếu hơn



Biểu đồ 11: Giá xuất khẩu bình quân, VHC và ANV

Giá xuất khẩu bình quân của VHC đang cải thiện nhờ thị trường Mỹ trong khi giá xuất khẩu bình quân của ANV phục hồi chậm hơn do thị trường Trung Quốc



Tỷ suất lợi nhuận cao hơn quý trước nhờ sản lượng tiêu thụ tăng và chi phí đầu vào giảm

Tỷ suất lợi nhuận gộp Q2/2024 của 3 doanh nghiệp thủy sản trong danh sách khuyến nghị tiếp tục cải thiện từ mức đáy trong giai đoạn Q2/2023-Q1/2024. Sự cải thiện này có được là nhờ sản lượng xuất khẩu tăng cao dẫn đến chi phí cố định trên mỗi sản phẩm giảm, và chi phí đầu vào giảm nhờ chi phí thức ăn chăn nuôi giảm.

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

Nửa cuối năm 2024: Kỳ vọng tốc độ tăng trưởng so với cùng kỳ cao hơn

Kết quả xuất khẩu trong tháng 7 cho thấy giá xuất khẩu bình quân tiếp tục cải thiện ở cả hai phân khúc sản phẩm cá tra và tôm. Do đó, chúng tôi dự báo giá xuất khẩu bình quân sẽ cải thiện hơn nữa trong những tháng cuối năm nhờ nhu cầu tăng. Trong khi đó, chi phí nguyên vật liệu đầu vào giảm, hỗ trợ tích cực cho sự cải thiện của tỷ suất lợi nhuận gộp.

Do đó, HSC dự báo tất cả các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản trong danh sách khuyến nghị sẽ ghi nhận lợi nhuận trong nửa cuối năm 2024 cao hơn nửa cuối năm

2023 nhờ tình hình thị trường cải thiện hơn trước đây. Lợi nhuận nửa cuối năm 2024 dự kiến sẽ cao hơn so với cùng kỳ nhờ so với mức nền thấp trong nửa cuối năm 2023.

Dự báo lợi nhuận mới cho giai đoạn 2024-2026

Sau khi phân tích KQKD 6 tháng đầu năm 2024 và các yếu tố nền tảng của ngành, HSC điều chỉnh giảm dự báo tổng lợi nhuận năm 2024 của các công ty trong danh sách khuyến nghị. ANV là công ty bị cắt giảm dự báo lợi nhuận thuần mạnh nhất, ở mức 42,8%, trong khi đó dự báo lợi nhuận thuần của VHC và FMC hầu như không đổi.

Bảng 12: Ước tính lợi nhuận 6 tháng cuối năm 2024, các doanh nghiệp ngành Thủy sản HSC khuyến nghị

HSC dự báo lợi nhuận thuần sẽ phục hồi mạnh mẽ hơn trong 6 tháng cuối năm 2024 khi điều kiện thị trường cải thiện & nhờ mức nền thấp trong 6 tháng cuối năm 2023

Tỷ đồng	6 tháng đầu 2023	6 tháng cuối 2023	6 tháng đầu 2024	% so với cùng kỳ	% so với 6 tháng trước	6 tháng cuối 2024	% so với cùng kỳ	% so với 6 tháng trước
ANV								
Doanh thu thuần	2,229	2,210	2,209	-0.9%	-0.9%	2,263	2.4%	2.4%
Lợi nhuận thuần	41	0.5	37	-10.5%	-98.7%	104	19911.1%	181.9%
FMC								
Doanh thu thuần	2,041	3,046	2,704	32.4%	49.2%	3,169	4.0%	17.2%
Lợi nhuận thuần	112	164	116	3.5%	46.3%	220	34.4%	89.9%
VHC								
Doanh thu thuần	4,945	5,093	6,051	22.4%	3.0%	6,560	28.8%	8.4%
Lợi nhuận thuần	659	630	484	-26.6%	-4.3%	716	13.7%	48.1%

Nguồn: HSC

Bảng 13: Dự báo doanh thu & lợi nhuận thuần, các doanh nghiệp ngành Thủy sản HSC khuyến nghị

HSC kỳ vọng tổng lợi nhuận thuần sẽ phục hồi 37,2% trong năm 2024 và sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 21,2%

Tỷ đồng	2024F				2025F				2026F				CAGR 3 năm
	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	
VHC													
Doanh thu	11,789	12,612	7.0%	25.7%	12,927	13,990	8.2%	10.9%	14,380	15,385	7.0%	10.0%	15.3%
Lợi nhuận thuần	1,200	1,199	-0.1%	30.5%	1,270	1,343	5.7%	12.0%	1,288	1,421	10.3%	5.8%	15.6%
ANV													
Doanh thu	5,103	4,499	-11.8%	1.3%	5,982	5,804	-3.0%	29.0%	6,088	6,042	-0.8%	4.1%	10.8%
Lợi nhuận thuần	268	153	-42.8%	291%	296	267	-9.7%	74.5%	363	349	-3.9%	30.5%	107.2%
FMC													
Doanh thu	5,562	5,887	5.8%	15.7%	6,013	6,482	7.8%	10.1%	6,501	7,138	9.8%	10.1%	12.0%
Lợi nhuận thuần	344	341	-1.0%	23.4%	374	372	-0.5%	9.3%	427	425	-0.6%	14.1%	15.4%
Tổng													
Doanh thu	22,454	22,998	2.4%	17.6%	24,922	26,276	5.4%	14.3%	26,969	28,565	5.9%	8.7%	13.5%
Lợi nhuận thuần	1,812	1,693	-6.6%	37.2%	1,940	1,982	2.2%	17.1%	2,078	2,195	5.6%	10.7%	21.2%

Nguồn: HSC

Chúng tôi tin rằng cả 3 doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản đều hưởng lợi từ đà phục hồi mạnh mẽ của thị trường Mỹ, đặc biệt đối với VHC, do thị trường này đóng góp đến 30% tổng doanh thu của Công ty. Trong khi đó, dự báo lợi nhuận năm 2024 của ANV được điều chỉnh giảm do hoạt động xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc kém hơn kỳ vọng. Thị trường này đóng góp 35% tổng doanh thu của ANV.

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 cho FMC và ANV, trong khi điều chỉnh tăng bình quân 8% dự báo lợi nhuận cho VHC.

Dự báo mới của chúng tôi cho thấy tổng lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 21,2%, với ANV dự kiến tăng trưởng 107% từ mức nền thấp trong năm 2023, trong khi VHC và FMC tăng trưởng lần lượt 15,6%, và 15,4%. Bên trên là thông tin chi tiết về dự báo sau điều chỉnh của chúng tôi. Thông tin chi tiết về các điều chỉnh dự báo lợi nhuận sẽ được trình bày trong phần Báo cáo doanh nghiệp của từng công ty.

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

Mặc dù dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026 được điều chỉnh nhẹ và các giả định WACC cũng đã được cập nhật, HSC vẫn duy trì khuyến nghị Mua vào đối với VHC với giá mục tiêu 91.600đ (không đổi) và nâng khuyến nghị đối với FMC lên Mua vào, một phần nhờ định giá và giữ nguyên giá mục tiêu ở mức 59.300đ. Trong khi đó, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với ANV xuống tăng tỷ trọng (từ Mua vào) với giá mục tiêu không đổi ở mức 37.300đ.

Các giả định của chúng tôi được trình bày bên dưới:

- Chúng tôi tiếp tục sử dụng giả định lãi suất phi rủi ro nội bộ 4% và phần bù rủi ro vốn CSH 8,5%, và duy trì giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn 2%.
- Giả định WACCs đối với ANV được điều chỉnh giảm xuống 11,9% (từ mức 12,9%) trong khi giả định WACCs đối với VHC và FMC không đổi khi chúng tôi cập nhật hệ số beta (theo Bloomberg).

Bảng 14: Điều chỉnh tính toán WACC, các doanh nghiệp ngành Thủy sản HSC khuyến nghị

WACC của ANV và VHC tăng sau khi chúng tôi cập nhật hệ số beta & thuế suất thực tế

	Mới			Cũ			Giải thích
	ANV	VHC	FMC	ANV	VHC	FMC	
COE	16.0%	13.4%	10.8%	17.6%	13.4%	10.8%	Hệ số beta mới của ANV là 1,4 (trước đó là 1,6), khiến chi phí vốn CSH tăng lên 16% - mức cao nhất trong số các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản
COD	4.3%	4.8%	4.4%	4.3%	4.4%	4.4%	Chi phí nợ mới của VHC là 4,8% (trước đó là 4,4%) sau khi chúng tôi cập nhật lãi suất thực tế
WACC	11.9%	11.2%	8.9%	12.9%	11.1%	8.9%	

Nguồn: HSC

Bảng 15: Điều chỉnh giá mục tiêu, các doanh nghiệp ngành Thủy sản HSC khuyến nghị

Mã CK	Giá mục tiêu (đồng)			Khuyến nghị		Do điều chỉnh	
	Mới	Cũ	Điều chỉnh	Mới	Cũ	Cập nhật WACC	Điều chỉnh dự báo
ANV	37,300	37,300	0.0%	Tăng tỷ trọng	Mua vào	5.7%	-5.7%
VHC	91,600	91,600	0.0%	Mua vào	Mua vào	-0.7%	0.7%
FMC	59,300	59,300	0.0%	Mua vào	Tăng tỷ trọng	0.0%	0.0%

Nguồn: HSC

Bảng 16: Diễn biến giá & P/E trượt dự phóng 1 năm, các doanh nghiệp ngành Thủy sản HSC khuyến nghị

Mã CK	Giá (đồng)	Điều chỉnh giá tuyệt đối của cp			Diễn biến giá cổ phiếu tương quan với chỉ số			P/E trượt dự phóng 1 năm	P/E dự phóng bình quân (từ T1/21)	Độ lệch chuẩn
		1 tháng	3 tháng	12 tháng	1 tháng	3 tháng	12 tháng			
ANV	32,550	-9.6%	4.2%	4.5%	-8.8%	5.7%	-3.7%	19.3	26.3	(0.4)
VHC	72,400	-1.0%	-4.4%	26.2%	-0.1%	-3.0%	16.2%	10.5	8.4	0.8
FMC	48,250	-2.0%	-5.6%	8.1%	-1.2%	-4.2%	-0.4%	8.8	9.7	(0.5)
Bình quân		-4.2%	-1.9%	12.9%	-3.4%	-0.5%	4.0%	12.9	14.8	

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu của các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản giảm bình quân 4% trong 1 tháng qua, chủ yếu do giá cổ phiếu ANV giảm 10%, và bị ảnh hưởng bởi xu hướng giảm của chỉ số VN Index. Do đó, VHC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,5 lần, cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 8,4 lần, trong khi FMC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,8 lần, thấp hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 9,7 lần. Theo quan điểm của chúng tôi, cả VHC và FMC đều xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ vị thế hiện tại và tiềm năng tăng trưởng tại thị trường Mỹ đang ngày càng trở nên thuận lợi hơn trong ngắn hạn và dài hạn.

Trong khi đó, ANV đang giao dịch với P/E trượt dự phóng cao hơn nhiều, ở mức 19,3 lần, nhưng vẫn thấp hơn bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 20,6 lần, chủ yếu do nhu

cầu tại thị trường Trung Quốc và các thị trường chủ lực khác phục hồi chậm hơn dự kiến trong năm nay.

Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ91,600 (giữ nguyên)

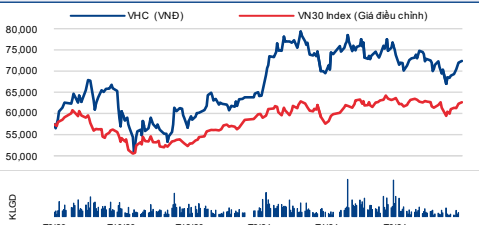
Tiềm năng tăng/giảm: 26.5%

Giá cổ phiếu (đồng) (19/8/2024) 72,400

Mã Bloomberg	VHC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	50,923-79,300
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	71,600
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	13,542
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	542
Slg CP lưu hành (tr.đv)	187
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	157
Slg CP NN được mua (tr.đv)	154
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	2.02%
Tỷ lệ freefloat	56.7%
Cổ đông lớn	Trương 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	(0.96)	(4.36)	26.2
So với chỉ số	(0.71)	(3.54)	15.6
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	6,412	5,827	10.0
2025F	7,178	7,331	(2.1)
2026F	7,598	8,652	(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

Hồi phục mạnh từ thị trường Mỹ hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu là 91.600đ, với mức điều chỉnh tăng nhẹ lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 bù trừ cho tác động từ việc đưa ra giả định WACC thận trọng hơn.
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024 nhưng tăng bình quân 8% dự báo cho năm 2025-2026, sau khi điều chỉnh tăng dự báo doanh thu thuần cho giai đoạn 2024-2026. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 15,6%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 1% và 4% trong 1 tháng và 3 tháng qua, VHC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,5 lần, cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 8,4 lần. Do đó, chúng tôi nhận thấy cổ phiếu xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ triển vọng lợi nhuận được cải thiện.

Sự kiện: Cập nhật doanh thu 7 tháng đầu năm 2024

VHC công bố doanh thu 7 tháng đầu năm 2024 tích cực, với mức tăng trưởng mạnh 24,1% so với cùng kỳ đạt 7.183 tỷ đồng. Đáng lưu ý, kim ngạch xuất khẩu sang Mỹ – thị trường chủ lực của VHC – tăng 91% so với cùng kỳ trong tháng 7 đạt 384 tỷ đồng. Giá bán bình quân tại thị trường Mỹ tiếp tục cải thiện và hiện đang ở mức 3,2 USD/kg.

Trong các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản, VHC hưởng lợi lớn nhất từ đà phục hồi của thị trường Mỹ.

Tác động: Điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC điều chỉnh tăng bình quân 7,4% dự báo doanh thu thuần giai đoạn 2024-2026 sau khi đưa ra các giả định mới về sản lượng tiêu thụ và giá bán bình quân. Sau điều chỉnh, dự báo lợi nhuận năm 2024 đa phần không đổi nhưng cho năm 2025-2026, chúng tôi điều chỉnh tăng bình quân 8% dự báo lợi nhuận.

Dự báo mới cho giai đoạn 2024-2026 của chúng tôi – sát với bình quân dự báo thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 15,6% từ mức nền thấp của năm 2023.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 1% và 4% trong 1 tháng và 3 tháng qua, VHC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,5 lần, cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 8,4 lần. Do đó, với bảng CĐKT lành mạnh, mô hình kinh doanh hợp lý, và câu chuyện phục hồi lợi nhuận vững chắc cho giai đoạn 2024-2026, HSC cho rằng VHC xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 91.600đ.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	2,584	1,398	1,714 ▼	1,975	2,082 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,977	919	1,199	1,343 ▲	1,421 ▲
EPS ĐC (đồng)	10,780	5,000	6,412	7,178 ▲	7,598 ▲
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
BVPS (đồng)	41,036	44,629	48,604	53,259	58,149
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.85	11.1	9.31	8.01	7.68
P/E ĐC (lần)	6.72	14.5	11.3	10.1	9.53
Lợi suất cổ tức (%)	2.76	2.76	2.76	2.76	2.76
P/B (lần)	1.76	1.62	1.49	1.36	1.25
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	78.5	(53.6)	28.2	12.0	5.84
ROAE (%)	29.7	11.6	13.8	14.1	13.6

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

Duy trì khuyến nghị Mua vào, với tiềm năng tăng giá là 26,5%

Doanh thu 7 tháng đầu năm 2024 đạt 7.183 tỷ đồng, tăng 24,1% so với cùng kỳ và vượt nhẹ dự báo của chúng tôi. Quan trọng hơn, xuất khẩu trong tháng 7 tăng mạnh 91% so với cùng kỳ và từ đầu năm đến nay, giá xuất khẩu bình quân sang Mỹ tiếp tục cải thiện so với tháng trước. VHC sẽ hưởng lợi từ xu hướng này do thị trường Mỹ đóng góp 30% tổng doanh thu thuần của Công ty. Dựa trên những dấu hiệu tích cực trên, chúng tôi tăng lần lượt 7,4% và 5,2% dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 15,6% từ mức nền thấp của năm 2023. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 91.600đ.

Cập nhật doanh thu 7 tháng đầu năm 2024: Tích cực và vượt nhẹ dự báo

VHC công bố doanh thu 7 tháng đầu năm 2024 tích cực, với mức tăng mạnh 24,1% so với cùng kỳ đạt 7.183 tỷ đồng. Theo sản phẩm, doanh thu cá tra tăng 15,7% đạt 3.795 tỷ đồng nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 30,2% so với cùng kỳ trong khi giá bán bình quân giảm 18,4% so với cùng kỳ. Doanh thu phụ phẩm tăng 9,5% so với cùng kỳ đạt 1.085 tỷ đồng. Doanh thu Collagen & Gelatin tăng 27,8% so với cùng kỳ đạt 528 tỷ đồng. Doanh thu các sản phẩm khác tăng 65% so với cùng kỳ đạt 1.691 tỷ đồng.

Xét theo thị trường, lũy kế 7 tháng đầu năm 2024, doanh thu xuất khẩu sang Mỹ tăng 17,5% so với cùng kỳ đạt 2.156 tỷ đồng, đóng góp 30% tổng doanh thu thuần. Doanh thu xuất khẩu sang EU cũng tăng 17,5% so với cùng kỳ đạt 1.249 tỷ đồng, đóng góp 17,4% tổng doanh thu. Trong khi đó, doanh thu xuất khẩu sang Trung Quốc tương đối kém hơn so với hai thị trường trên, đạt 758 tỷ đồng, tăng 10,3% so với cùng kỳ và đóng góp 10,3% tổng doanh thu.

Bảng 17: Doanh thu tháng 7/2024 & cơ cấu doanh thu 7 tháng đầu năm 2024 theo các sản phẩm chủ lực, VHC

Tỷ đồng	T7/23	T7/24	% so với cùng kỳ	7T2023	7T2024	% so với cùng kỳ
Cá tra	394	608	54.3%	3,280	3,795	15.7%
Phụ phẩm	209	188	-10.0%	991	1,085	9.5%
Collagen & gelatin	66	71	7.6%	413	528	27.8%
Sản phẩm GTGT	18	14	-22.2%	78	84	7.7%
Khác	101	121	19.8%	1,025	1,691	65.0%
Tổng	865	1,120	29.5%	5,787	7,183	24.1%

Nguồn: VHC

Bảng 18: Doanh thu tháng 7/2024 & cơ cấu doanh thu 7 tháng đầu năm 2024 theo các thị trường trọng điểm, VHC

Tỷ đồng	T7/23	T7/24	% so với cùng kỳ	7T2023	7T2024	% so với cùng kỳ
Mỹ	201	384	91.0%	1,835	2,156	17.5%
EU	153	159	3.9%	1,063	1,249	17.5%
Trung Quốc	137	119	-13.1%	687	758	10.3%
Các thị trường còn lại	374	458	22.5%	2,201	3,020	37.2%
Tổng	865	1,120	29.5%	5,786	7,183	24.1%

Nguồn: VHC

Bảng 19: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026, VHC

HSC duy trì phần lớn dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024 trong khi tăng bình quân 5,7% dự báo lợi nhuận cho năm 2025-2026 sau khi nâng giả định doanh thu

Tỷ đồng	2024				2025				2026			
	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh
Doanh thu thuần	11,789	12,612	25.7%	7.0%	12,927	13,990	10.9%	8.2%	14,380	15,385	7.0%	10.0%
Lợi nhuận thuần	1,200	1,199	30.5%	-0.1%	1,270	1,343	12.0%	5.7%	1,288	1,421	10.3%	5.8%

Nguồn: HSC

Điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

Sau khi xem xét doanh thu 7 tháng đầu năm 2024 và triển vọng nền tảng của ngành, HSC điều chỉnh tăng bình quân 7,4% dự báo doanh thu thuần cho giai đoạn 2024-2026, chủ yếu nhờ tăng giá định sản lượng tiêu thụ. Dựa trên cơ sở doanh thu tăng cao hơn, chúng tôi điều chỉnh tăng nhẹ bình quân 5,2% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026, chủ yếu tăng dự báo cho năm 2025 và 2026 (tăng lần lượt 5,7% và 10,3% so với dự báo trước đó của chúng tôi).

Những thay đổi trong các giả định của chúng tôi được thể hiện trong Bảng 19-21.

Bảng 20: Điều chỉnh giả định doanh thu giai đoạn 2024-2026, VHC

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm tăng bình quân lần lượt 12,1% và 7,5% giả định doanh thu cá tra và collagen & gelatin cho giai đoạn 2024-2026

Tỷ đồng	2024				2025				2026			
	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh
Doanh thu cá tra	6,190	6,602	19.2%	6.7%	6,463	7,276	10.2%	12.6%	6,702	7,854	7.9%	17.2%
Collagen & gelatin	783	806	11.9%	2.9%	799	852	5.7%	6.6%	815	920	8.1%	12.9%
Phụ phẩm	2,086	2,066	23.8%	-1.0%	2,334	2,240	8.4%	-4.0%	2,403	2,366	5.6%	-1.5%
Khác	2,729	3,138	48.9%	15.0%	3,331	3,622	15.4%	8.7%	4,460	4,245	17.2%	-4.8%

Nguồn: HSC

Bảng 21: Điều chỉnh giả định doanh thu cá tra cho giai đoạn 2024-2026, VHC

Chúng tôi tăng bình quân 24,6% giả định sản lượng xuất khẩu giai đoạn cho 2024-2026 nhưng giảm trung bình 10,5% giả định giá bán bình quân dựa trên kết quả thực hiện trong 7 tháng đầu năm 2024

Tỷ đồng	2024				2025				2026			
	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh
Sản lượng XK (tấn)	76,500	90,010	20.0%	17.7%	78,030	98,450	9.4%	26.2%	79,329	103,150	4.8%	30.0%
Giá xuất khẩu (USD/kg)	3.4	3.0	-5.0%	-12.3%	3.4	3.0	2.0%	-10.5%	3.4	3.1	2.0%	-8.8%
Giá trị XK (triệu USD)	260	268	14.0%	3.2%	265	299	11.6%	12.9%	270	320	6.9%	18.6%

Nguồn: HSC

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và giá mục tiêu là 91.600đ

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với VHC với giá mục tiêu không đổi ở mức 91.600đ. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá của cổ phiếu là 26,5%, cho thấy P/E dự phóng năm 2025-2026 lần lượt là 14,3 lần và 12,8 lần.

Chi tiết về các giả định định giá của chúng tôi như sau:

- Dự báo cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2023-2026 là 15,6%.
- Phương pháp định giá DCF giả định (i) lãi suất phi rủi ro chung của HSC là 4%, (ii) phần bù rủi ro vốn CSH tiêu chuẩn là 8,5% và (iii) tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%.
- Theo đó, giả định WACC là 11,2% so với 11,1% trước đó, chủ yếu do chúng tôi cập nhật lãi suất thực tế.

Bảng 22: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, VHC

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
EBIT	1,284	1,529	1,630	2,426	2,654
Thu nhập thuần trừ nợ vay	1,061	1,278	1,366	2,034	2,220
Cộng: Khấu hao	409	446	452	488	527
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(666)	(619)	(668)	(652)	(697)
Trừ: Tăng vốn lưu động	(75)	(661)	(963)	(1,182)	(1,078)
UFCF	729	445	186	688	972

Nguồn: HSC

Bảng 23: Tính toán WACC, VHC

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.5%
Beta (lần)	110.0%
Chi phí vốn CSH	13.4%
Lãi suất bình quân	5.6%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	15.0%
Chi phí nợ sau thuế	4.8%
Tỷ trọng nợ	25.0%
WACC	11.2%

Nguồn: HSC

Bảng 24: Định giá DCF, VHC

Đồng	Value
Giá mục tiêu cuối năm 2024	83,400
Giá mục tiêu cuối năm 2025	99,800
Giá mục tiêu dự phóng 12 tháng	91,600
P/E 2024 tại giá mục tiêu của VHC	14.3
P/E 2025 tại giá mục tiêu của VHC	12.8

Nguồn: HSC

Bảng 25: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu dựa trên giả định 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%	91,100	92,100	93,100	94,300	95,700
	3.5%	90,500	91,400	92,400	93,400	94,700
	4.0%	89,900	90,700	91,600	92,600	93,800
	4.5%	89,400	90,200	91,000	91,900	93,000
	5.0%	88,900	89,600	90,400	91,200	92,200

Nguồn: HSC

Chúng tôi trình bày các tính toán và giả định làm cơ sở cho việc định giá trong Bảng 22-24. Chúng tôi trình bày độ nhạy đối với giả định lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro vốn CSH trong Bảng 25.

Bối cảnh định giá

Ở thị giá hiện tại, VHC giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,5 lần, cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 8,4 lần.

Biểu đồ 26: P/E trượt dự phóng 1 năm, VHC

Dựa trên ước tính của chúng tôi, VHC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,5 lần...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 27: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, VHC

...cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 8,4 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	10,033	12,612	13,990	15,385
Lợi nhuận gộp	2,974	1,493	1,940	2,313	2,493
Chi phí BH&QL	(721)	(524)	(656)	(784)	(862)
Thu nhập khác	34.4	50.0	31.4	0	0
Chi phí khác	(30.7)	(23.2)	(10.2)	0	0
EBIT	2,257	996	1,305	1,529	1,630
Lãi vay thuần	63.3	148	189	144	140
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0.22	0.80	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LN TT	2,320	1,145	1,494	1,673	1,770
Chi phí thuế TNDN	(306)	(171)	(223)	(250)	(265)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(37.7)	(54.6)	(71.2)	(79.7)	(84.4)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	1,977	919	1,199	1,343	1,421
Lợi nhuận thuần ĐC	1,977	919	1,199	1,343	1,421
EBITDA ĐC	2,584	1,398	1,714	1,975	2,082
EPS (đồng)	10,780	5,000	6,412	7,178	7,598
EPS ĐC (đồng)	10,780	5,000	6,412	7,178	7,598
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	183	184	187	187	187
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	183	187	187	187	187
Slg 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	233	304	435	271
Đầu tư ngắn hạn	1,767	2,069	2,839	2,966	2,966
Phải thu khách hàng	2,432	1,578	2,540	2,566	2,760
Hàng tồn kho	2,713	3,763	3,244	3,850	4,631
Các tài sản ngắn hạn khác	172	245	227	259	313
Tổng tài sản ngắn hạn	7,638	7,888	9,155	10,076	10,941
TSCĐ hữu hình	3,088	3,081	3,399	3,635	3,914
TSCĐ vô hình	301	463	436	408	380
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	458	437	440
Tổng tài sản dài hạn	3,942	4,054	4,355	4,542	4,796
Tổng cộng tài sản	11,580	11,943	13,509	14,618	15,737
Nợ ngắn hạn	2,214	2,157	2,535	2,535	2,535
Phải trả người bán	448	309	449	474	511
Nợ ngắn hạn khác	732	617	726	809	892
Tổng nợ ngắn hạn	3,694	3,233	3,909	4,067	4,187
Nợ dài hạn	175	102	178	178	178
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	5.98	8.06	8.06	8.06	8.06
Nợ dài hạn khác	0.34	0.30	0.30	0.30	0.30
Tổng nợ dài hạn	181	110	186	186	186
Tổng nợ phải trả	3,884	3,351	4,104	4,262	4,382
Vốn chủ sở hữu	7,525	8,348	9,091	9,962	10,876
Lợi ích cổ đông thiểu số	171	244	315	394	479
Tổng vốn chủ sở hữu	7,696	8,591	9,406	10,356	11,355
Tổng nợ phải trả và VCSH	11,580	11,943	13,509	14,618	15,737
BVPS (đ)	41,036	44,629	48,604	53,259	58,149
Nợ thuần*/(tiền mặt)	1,835	2,026	2,409	2,277	2,442

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	2,257	996	1,305	1,529	1,630
Khấu hao	(327)	(402)	(409)	(446)	(452)
Lãi vay thuần	63.3	148	189	144	140
Thuế TNDN đã nộp	(63.0)	(315)	(223)	(250)	(265)
Thay đổi vốn lưu động	(1,592)	(470)	(74.6)	(661)	(963)
Khác	270	(67.0)	103	(270)	(186)
LCT thuần từ HKKD	1,199	546	1,519	794	668
Đầu tư TS dài hạn	(1,114)	(677)	(666)	(619)	(668)
Góp vốn & đầu tư	(2,213)	(3,552)	0	0	0
Thanh lý	13.5	4.49	0	0	0
Khác	1,807	3,431	325	400	411
LCT thuần từ HĐĐT	(1,507)	(793)	(341)	(219)	(258)
Cổ tức trả cho CSH	0	0	(367)	(367)	(367)
Thu từ phát hành CP	184	56.7	0	0	0
Tăng/giảm nợ	485	(129)	(740)	(76.2)	(209)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	669	(72.5)	(1,107)	(443)	(576)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	195	554	233	304	435
LCT thuần trong kỳ	361	(320)	71.4	131	(165)
Ảnh hưởng của tỷ giá	(2.76)	(1.58)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	554	232	304	435	271
Dòng tiền tự do	84.8	(131)	853	174	0.34

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	14.9	15.4	16.5	16.2
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	19.5	13.9	13.6	14.1	13.5
Tỷ suất LNT (%)	14.9	9.16	9.51	9.60	9.24
Thuế TNDN hiện hành (%)	13.2	15.0	15.0	15.0	15.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	46.2	(24.2)	25.7	10.9	9.97
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	75.0	(45.9)	22.6	15.2	5.44
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	79.9	(53.5)	30.5	12.0	5.84
Tăng trưởng EPS (%)	78.5	(53.6)	28.2	12.0	5.84
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	78.5	(53.6)	28.2	12.0	5.84
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	18.6	40.0	31.2	27.9	26.3
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	29.7	11.6	13.8	14.1	13.6
ROACE (%)	32.4	12.0	14.3	15.2	14.8
Vòng quay tài sản (lần)	1.30	0.85	0.99	0.99	1.01
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.53	0.55	1.16	0.52	0.41
Số ngày tồn kho	96.5	161	111	120	131
Số ngày phải thu	86.5	67.4	86.9	80.2	78.1
Số ngày phải trả	15.9	13.2	15.4	14.8	14.5
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	24.7	24.5	26.8	23.1	22.7
Nợ/tài sản (%)	20.8	19.1	20.3	18.7	17.4
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.93	1.63	1.60	1.39	1.32
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.07	2.44	2.34	2.48	2.61
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.14	1.55	1.26	1.13	1.04
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.85	11.1	9.31	8.01	7.68
P/E (lần)	6.72	14.5	11.3	10.1	9.53
P/E ĐC (lần)	6.72	14.5	11.3	10.1	9.53
P/B (lần)	1.76	1.62	1.49	1.36	1.25
Lợi suất cổ tức (%)	2.76	2.76	2.76	2.76	2.76

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: VNĐ59,300 (giữ nguyên)

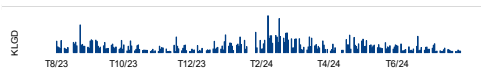
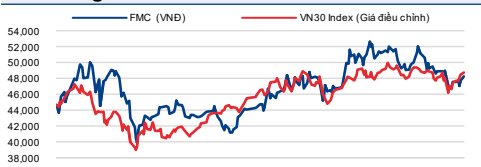
Tiềm năng tăng/giảm: 22.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (19/8/2024) 48,250

Mã Bloomberg	FMC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	39,887-52,600
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	47,667
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	3,155
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	126
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)	12.1
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	30.5%
Tỷ lệ freefloat	25.0%
Cổ đông lớn	CT 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	(2.03)	(5.58)	8.06
So với chỉ số	(1.78)	(4.77)	(1.00)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	5,208	4,883	6.7
2025F	5,691	5,644	0.8
2026F	6,494	5,870	10.6

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

Nâng khuyến nghị lên Mua vào do định giá; tiềm năng tăng giá 23%

- HSC nâng khuyến nghị đối với FMC lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng), với tiềm năng tăng giá 23% tại giá mục tiêu mới là 59.300đ (không đổi). Chúng tôi ưa thích cổ phiếu FMC nhờ Công ty có lợi nhuận tăng trưởng vững chắc, vị thế tiền mặt ròng, và đội ngũ lãnh đạo dày dặn kinh nghiệm.
- Dự báo cho giai đoạn 2024-2026 của chúng tôi – cao hơn một chút so với bình quân dự báo thị trường – không đổi, với lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 15,4%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm trong thời gian gần đây, FMC đang giao dịch ở mức định giá thấp, với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,8 lần, thấp hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 9,7 lần.

Sự kiện: Lợi nhuận thuần nửa đầu năm 2024 sát với dự báo

Doanh thu thuần nửa đầu năm 2024 của FMC tích cực, đạt 2.704 tỷ đồng, tăng 35% so với cùng kỳ trong khi lợi nhuận thuần tăng khiêm tốn 3,5% so với cùng kỳ đạt 116 tỷ đồng. Doanh thu tăng mạnh nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 24,5% so với cùng kỳ trong khi giá bán bình quân cũng cải thiện 8,2% so với cùng kỳ.

Doanh thu thuần trong nửa đầu năm 2024 hoàn thành 45,8% dự báo cho cả năm 2024 và vượt nhẹ dự báo của chúng tôi, trong khi lợi nhuận thuần hoàn thành 34,1% dự báo cho cả năm, và phù hợp với dự báo của chúng tôi, do bị ảnh hưởng từ yếu tố thời vụ.

Tác động: Duy trì dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC điều chỉnh tăng bình quân 7,8% dự báo doanh thu cho giai đoạn 2024-2026 nhưng giữ nguyên dự báo lợi nhuận sau khi có KQKD nửa đầu năm 2024 cập nhật.

Dự báo mới cho giai đoạn 2024-2026 của chúng tôi – cao hơn bình quân dự báo thị trường cho tất cả các năm – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 15,4% so với mức nền thấp của năm 2023.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 6% trong 3 tháng qua do chỉ số VN Index giảm, FMC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,8 lần, thấp hơn 0,5 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 tiềm năng tăng giá 23% tại giá mục tiêu mới là 59.300đ. Chúng tôi ưa thích cổ phiếu FMC nhờ có lợi nhuận tăng trưởng vững chắc, vị thế tiền mặt ổn định, và đội ngũ lãnh đạo dày dặn kinh nghiệm.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	401	447	502 ▼	520 ▼	563 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	308	276	341	372	425
EPS ĐC (đồng)	4,703	4,222	5,208	5,691	6,494
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
BVPS (đồng)	29,423	31,026	34,234	37,925	42,419
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.70	7.89	6.30	6.35	5.89
P/E ĐC (lần)	10.3	11.4	9.26	8.48	7.43
Lợi suất cổ tức (%)	4.15	4.15	4.15	4.15	4.15
P/B (lần)	1.64	1.56	1.41	1.27	1.14
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	15.2	(10.2)	23.4	9.28	14.1
ROAE (%)	16.6	14.0	16.0	15.8	16.2

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

Nâng khuyến nghị lên Mua vào do định giá

Dự báo của HSC – không đổi – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 15,4%, phản ánh quan điểm tích cực của chúng tôi về triển vọng lợi nhuận của FMC, vì Công ty có cơ cấu thị trường cân bằng và BLĐ dày dặn kinh nghiệm để có thể vượt qua giai đoạn khó khăn của thị trường. Sau khi giá cổ phiếu giảm 6% trong 3 tháng qua, FMC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,8 lần, thấp hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 9,7 lần. Chúng tôi nâng khuyến nghị lên Mua vào với tiềm năng tăng giá là 23% tại giá mục tiêu mới là 59.300đ.

Giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

Sau khi xem xét KQKD nửa đầu năm 2024 của FMC, HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026, cho thấy lợi nhuận thuần năm 2024, 2025, và 2026 tăng lần lượt 23,4%, 9,3%, và 14,1% lên 341 tỷ đồng, 372 tỷ đồng, và 425 tỷ đồng. Dự báo hiện tại của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 15,4 % (so với mức nền thấp của năm 2023).

Bảng 28: Ước tính lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026, FMC

Tốc độ CAGR 3 năm của lợi nhuận thuần là 15,4%

Tỷ đồng	2023	Tăng trưởng	2024F	Tăng trưởng	2025F	Tăng trưởng	2026F	Tăng trưởng	CAGR 3 năm
Doanh thu	5,087	-10.8%	5,887	15.7%	6,482	10.1%	7,138	10.1%	11.9%
Lợi nhuận thuần	276	-10.2%	341	23.4%	372	9.3%	425	14.1%	15.4%

Nguồn: HSC

Bảng 29: Các giả định chính cho giai đoạn 2024-2026, FMC

	2023	Tăng trưởng	2024F	Tăng trưởng	2025F	Tăng trưởng	2026F	Tăng trưởng
Xuất khẩu tôm								
Doanh thu (tỷ đồng)	4,928	-10.2%	5,692	15.5%	6,273	10.2%	6,914	10.2%
Sản lượng xuất khẩu (tấn)	17,342	-7.9%	19,148	10.4%	20,488	7.0%	21,923	7.0%
Giá xuất khẩu (nghìn đồng/kg)	284	-2.6%	297	4.6%	306	3.0%	315	3.0%
Xuất khẩu sản phẩm nông sản								
Giá trị xuất khẩu (tỷ đồng)	159	-25.5%	195	22.7%	209	7.1%	224	7.1%
Sản lượng xuất khẩu (tấn)	1,366	-26.1%	1,502	10.0%	1,577	5.0%	1,656	5.0%
Giá xuất khẩu (nghìn đồng/kg)	117	0.9%	130	11.5%	133	2.0%	135	2.0%

Nguồn: HSC

Bảng 30: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, FMC

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
EBIT	323	352	405	446	494
Thu nhập thuần trừ nợ vay	312	340	392	431	478
Cộng: Khấu hao	179	168	158	176	198
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(143)	(143)	(143)	(143)	(143)
Trừ: Tăng vốn lưu động	121	(136)	(222)	(64)	(327)
UFCF	469	229	184	401	205

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

Như đã đề cập, HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026 và giá mục tiêu 59.300đ. Sau khi giá cổ phiếu giảm 6% trong 3 tháng qua và giảm 7% kể từ khi chúng tôi hạ khuyến nghị, FMC có tiềm năng tăng giá 23% ở mức thị giá hiện tại. Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với FMC lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng).

Chúng tôi tóm tắt tính toán FCFF, mô hình DCF và giả định WACC trong Bảng 30-32. HSC thực hiện phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với tốc độ tăng trưởng dài hạn và lãi suất phi rủi ro trong Bảng 33.

Bảng 31: Tính toán WACC, FMC

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.5%
Beta (lần)	0.8
Chi phí vốn CSH	10.8%
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	8.9%

Nguồn: HSC

Bảng 32: Định giá DCF, FMC

Đồng	Giá trị
Giá mục tiêu cuối năm 2024	50,300
Giá mục tiêu cuối năm 2025	68,300
Giá mục tiêu dự phóng 12 tháng	59,300
P/E 2024 tại giá mục tiêu của FMC	11.4
P/E 2025 tại giá mục tiêu của FMC	10.4

Nguồn: HSC

Bảng 33: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định 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%	57,300	59,300	61,900	65,500	70,900
	3.5%	56,400	58,200	60,600	63,800	68,400
	4.0%	55,500	57,200	59,300	62,200	66,300
	4.5%	54,700	56,200	58,200	60,800	64,400
	5.0%	53,900	55,300	57,100	59,500	62,700

Biểu đồ 34: P/E trượt dự phóng 1 năm, FMC

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



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 35: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, FMC

...thấp hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 9,7 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	5,702	5,087	5,887	6,482	7,138
Lợi nhuận gộp	628	493	589	645	727
Chi phí BH&QL	(321)	(201)	(266)	(293)	(322)
Thu nhập khác	5.10	0.99	0.23	0	0
Chi phí khác	(0.49)	(0.04)	(0.34)	0	0
EBIT	311	293	323	352	405
Lãi vay thuần	16.9	11.5	61.0	67.3	73.4
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	328	305	384	419	478
Chi phí thuế TNDN	(8.91)	(2.26)	(10.7)	(11.7)	(13.4)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(12.0)	(26.3)	(32.4)	(35.4)	(40.4)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	308	276	341	372	425
Lợi nhuận thuần ĐC	308	276	341	372	425
EBITDA ĐC	401	447	502	520	563
EPS (đồng)	4,703	4,222	5,208	5,691	6,494
EPS ĐC (đồng)	4,703	4,222	5,208	5,691	6,494
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	65.4	65.4	65.4	65.4	65.4
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	65.4	65.4	65.4	65.4	65.4
Slg 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	452	811	671	660
Đầu tư ngắn hạn	11.1	97.4	195	390	468
Phải thu khách hàng	280	492	429	473	577
Hàng tồn kho	929	1,000	1,001	1,144	1,292
Các tài sản ngắn hạn khác	71.7	86.4	72.3	90.4	103
Tổng tài sản ngắn hạn	1,877	2,127	2,508	2,768	3,099
TSCĐ hữu hình	862	942	906	882	867
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	231	300	337
Tổng tài sản dài hạn	1,112	1,229	1,139	1,183	1,206
Tổng cộng tài sản	2,989	3,356	3,647	3,951	4,305
Nợ ngắn hạn	515	824	815	815	815
Phải trả người bán	82.9	106	106	116	135
Nợ ngắn hạn khác	236	172	218	243	257
Tổng nợ ngắn hạn	863	1,112	1,158	1,195	1,228
Nợ dài hạn	0.84	0.84	0.86	0.96	1.05
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	0.86	0.96	1.05
Tổng nợ phải trả	873	1,122	1,171	1,209	1,244
Vốn chủ sở hữu	1,924	2,029	2,239	2,480	2,774
Lợi ích cổ đông thiểu số	192	205	238	262	288
Tổng vốn chủ sở hữu	2,116	2,234	2,476	2,742	3,062
Tổng nợ phải trả và VCSH	2,989	3,356	3,647	3,951	4,305
BVPS (đ)	29,423	31,026	34,234	37,925	42,419
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(69.0)	373	5.77	146	157

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	311	293	323	352	405
Khấu hao	(89.4)	(154)	(179)	(168)	(158)
Lãi vay thuần	16.9	11.5	61.0	67.3	73.4
Thuế TNDN đã nộp	(8.91)	(2.26)	(10.7)	(11.7)	(13.4)
Thay đổi vốn lưu động	47.8	(211)	129	(157)	(229)
Khác	(21.9)	(55.4)	(71.0)	(66.0)	(89.4)
LCT thuần từ HĐKD	435	207	577	314	259
Đầu tư TS dài hạn	(439)	0	(143)	(143)	(143)
Góp vốn & đầu tư	(135)	76.0	(97.4)	(195)	(77.9)
Thanh lý	0.93	(216)	0	0	0
Khác	57.3	(365)	86.1	94.8	104
LCT thuần từ HĐĐT	(515)	(505)	(155)	(243)	(117)
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	67.2	(79.8)	(22.6)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(101)	163	(63.5)	(211)	(153)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	585	452	811	671	660
LCT thuần trong kỳ	(181)	(135)	359	(140)	(11.0)
Ảnh hưởng của tỷ giá	(3.48)	1.22	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	401	318	1,170	531	649
Dòng tiền tự do	(3.48)	207	434	171	116

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	10.00	9.95	10.2
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	7.03	8.79	8.52	8.02	7.88
Tỷ suất LNT (%)	5.39	5.43	5.78	5.74	5.95
Thuế TNDN hiện hành (%)	2.71	0.74	2.80	2.80	2.80
Tăng trưởng doanh thu (%)	9.67	(10.8)	15.7	10.1	10.1
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	14.1	11.6	12.1	3.71	8.17
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	15.2	(10.2)	23.4	9.28	14.1
Tăng trưởng EPS (%)	15.2	(10.2)	23.4	9.28	14.1
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	15.2	(10.2)	23.4	9.28	14.1
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	42.5	47.4	38.4	35.1	30.8
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	16.6	14.0	16.0	15.8	16.2
ROACE (%)	15.1	13.4	13.6	13.4	13.9
Vòng quay tài sản (lần)	2.00	1.60	1.68	1.71	1.73
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	1.40	0.71	1.79	0.89	0.64
Số ngày tồn kho	66.8	79.4	68.9	71.5	73.6
Số ngày phải thu	20.1	39.1	29.6	29.6	32.9
Số ngày phải trả	5.97	8.44	7.33	7.23	7.69
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(2.52)	18.5	0.72	6.39	6.02
Nợ/tài sản (%)	18.0	24.7	22.7	21.0	19.2
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	1.34	1.85	1.65	1.59	1.47
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.18	1.91	2.16	2.32	2.52
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.54	0.69	0.54	0.51	0.46
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.70	7.89	6.30	6.35	5.89
P/E (lần)	10.3	11.4	9.26	8.48	7.43
P/E ĐC (lần)	10.3	11.4	9.26	8.48	7.43
P/B (lần)	1.64	1.56	1.41	1.27	1.14
Lợi suất cổ tức (%)	4.15	4.15	4.15	4.15	4.15

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

Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

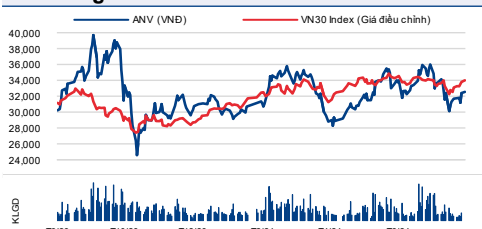
Giá mục tiêu: VNĐ37,300 (giữ nguyên)

Tiềm năng tăng/giảm: 14.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (19/8/2024)	32,550
Mã Bloomberg	ANV VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	24,600-39,698
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	32,050
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	4,347
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	174
Slg CP lưu hành (tr.đv)	134
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	65.4
Slg CP NN được mua (tr.đv)	64.1
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	1.01%
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	(9.58)	4.16	4.49
So với chỉ số	(9.36)	5.05	(4.27)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	1,148	1,733	(33.8)
2025F	2,003	2,405	(16.7)
2026F	2,613	2,999	(12.9)

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

Thị trường Trung Quốc kém hơn kỳ vọng

- HSC giữ nguyên giá mục tiêu theo phương pháp DCF ở mức 37.300đ với giả định WACC mới bù trừ cho việc điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026. Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với ANV xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) với tiềm năng tăng giá tại giá mục tiêu mới là 15%.
- Chúng tôi giảm bình quân 18,8% dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026 do hoạt động xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc (thị trường chính của ANV) kém hơn dự báo. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 107%, so với mức nền thấp trong năm 2023.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 10% trong 1 tháng qua, ANV đang giao dịch với P/E trượt dự phóng là 19,3 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 26,3 lần.

Sự kiện: Phân tích KQKD Q2/2024

Trong Q2/2024, doanh thu thuần của ANV tăng 11,1% so với cùng kỳ đạt 1.193 tỷ đồng trong khi lợi nhuận thuần chuyển biến tích cực với 20 tỷ đồng (từ lỗ thuần 51 tỷ đồng trong Q2/2023).

Mặc dù đây là quý có KQKD tốt hơn các quý trước, lợi nhuận thuần trong nửa đầu năm 2024 vẫn giảm 10,5% so với cùng kỳ xuống 37 tỷ đồng do doanh thu đi ngang ở mức 2.209 tỷ đồng. KQKD này kém hơn kỳ vọng, chủ yếu do thị trường Trung Quốc (thị trường chính của ANV) có tốc độ phục hồi chậm.

Tác động: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC giảm nhẹ bình quân 5,2% dự báo doanh thu cho giai đoạn 2024-2026 sau khi cập nhật các giả định về sản lượng tiêu thụ và giá bán bình quân, dựa trên các xu hướng tạo ra KQKD thực tế trong nửa đầu năm 2024 (đặc biệt liên quan đến yếu tố thị trường Trung Quốc, có thể sẽ không ổn định). Theo đó, chúng tôi giảm bình quân 18,8% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026. Phần lớn các điều chỉnh giảm đều liên quan đến năm 2024, với doanh thu thuần được điều chỉnh giảm 11,8% xuống còn 4.499 tỷ đồng (tăng trưởng 1,3%) và lợi nhuận thuần điều chỉnh giảm 42,8% xuống còn 153 tỷ đồng (tăng trưởng 293%).

Dự báo mới cho giai đoạn 2024-2026 của chúng tôi – thấp hơn nhiều so với bình quân dự báo thị trường, đặc biệt cho năm nay – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 107% so với mức nền thấp của năm 2023.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 10% trong 1 tháng qua, ANV đang giao dịch với P/E trượt dự phóng là 19,3 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 26,3 lần. HSC giữ nguyên giá mục tiêu 37.300đ với giả định WACC mới bù trừ cho việc điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá của cổ phiếu là 15%, cho thấy P/E dự phóng năm 2024-2025 lần lượt là 32,5 lần và 18,6 lần. Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với ANV xuống Tăng tỷ trọng.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,004	316	409 ▼	592	685
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	674	39.2	153 ▼	267 ▼	349
EPS ĐC (đồng)	5,283	304	1,148 ▼	2,003 ▼	2,613
DPS (đồng)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
BVPS (đồng)	22,598	21,326	21,470	22,465	24,065
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.66	19.5	13.7	10.2	8.43
P/E ĐC (lần)	6.16	107	28.4	16.3	12.5
Lợi suất cổ tức (%)	3.07	3.07	3.07	3.07	3.07
P/B (lần)	1.44	1.53	1.52	1.45	1.35
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	423	(94.3)	278	74.5	30.5
ROAE (%)	25.8	1.37	5.36	9.12	11.2

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

Giảm dự báo lợi nhuận do thị trường Trung Quốc chậm cải thiện

KQKD này kém hơn kỳ vọng, chủ yếu do thị trường Trung Quốc (thị trường chính của ANV) phục hồi chậm. Do đó, chúng tôi giảm bình quân lần lượt 5,2% và 18,8% dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026. Bất chấp việc điều chỉnh lợi nhuận, lợi nhuận thuần được dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 107% từ mức nền thấp của năm 2024. HSC giữ nguyên giá mục tiêu mới 37.300đ nhưng hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng từ Mua vào, với tiềm năng tăng giá 15%.

KQKD Q2/2024: Kém hơn so với kỳ vọng

Trong Q2/2024, doanh thu thuần của ANV tăng 11,1% so với cùng kỳ đạt 1.193 tỷ đồng trong khi lợi nhuận thuần chuyển biến tích cực với 20 tỷ đồng (từ lỗ thuần 51 tỷ đồng trong Q2/2023). Mặc dù đây là quý có KQKD tốt hơn các quý trước, lợi nhuận thuần trong nửa đầu năm 2024 vẫn giảm 10,5% so với cùng kỳ xuống 37 tỷ đồng do doanh thu đi ngang ở mức 2.209 tỷ đồng. KQKD này kém hơn kỳ vọng, chủ yếu do thị trường Trung Quốc (thị trường chính của ANV) phục hồi chậm.

Xuất khẩu sang Trung Quốc giảm 20,3% so với cùng kỳ

Theo dữ liệu từ Agromonitor (nhà cung cấp thông tin thị trường), doanh thu xuất khẩu của ANV sang Trung Quốc trong 7 tháng đầu năm 2024 giảm 20,3% so với cùng kỳ xuống 20 triệu USD. Thị trường Trung Quốc đóng góp 34% tổng doanh thu xuất khẩu của Công ty. Trong khi đó, doanh thu xuất khẩu sang thị trường ASEAN tăng mạnh 136% đạt 18,2 triệu USD và đóng góp 31,2% tổng giá trị xuất khẩu. Doanh thu xuất khẩu sang Mỹ cũng tăng 27,4% so với cùng kỳ đạt 7,1 triệu USD, đóng góp 12,1% tổng doanh thu xuất khẩu trong 7 tháng đầu năm 2024.

Bảng 36: KQKD Q2/2024 & 6 tháng đầu năm 2024, ANV

Lợi nhuận thuần Q2/2024 chuyển biến tích cực trong khi lợi nhuận thuần lũy kế 6 tháng đầu năm 2024 giảm 10,5% so với cùng kỳ

Tỷ đồng	Q2/23	Q2/24	% sv cùng kỳ	6T2023	6T2024	% sv cùng kỳ
Doanh thu thuần	1,074	1,193	11.1%	2,229	2,209	-0.9%
Giá vốn hàng bán	(1,026)	(1,050)	2.3%	(1,978)	(1,965)	-0.7%
Lợi nhuận gộp	48	143	197.3%	251	244	-2.8%
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	4.5%	12.0%		11.3%	11.1%	
Lỗ tài chính	(39)	(16)	-57.3%	(66)	(36)	-45.5%
Lợi nhuận từ cty LD, LK	(2)	(2)	5.1%	(2)	(2)	5.1%
Chi phí QL&BH	(66)	(90)	36.6%	(139)	(143)	2.6%
Chi phí QL&BH/Doanh thu	6.1%	7.5%		6.2%	6.5%	
Thu nhập thuần khác	6	(14)	-333%	12	(13)	-208%
LNTT	(52)	21	N/m	56	51	-9.0%
Lợi nhuận thuần	(51)	20	N/m	41	37	-10.5%

Nguồn: ANV

Bảng 37: Cơ cấu xuất khẩu cá tra Q2/2024 & 6 tháng đầu năm 2024, ANV

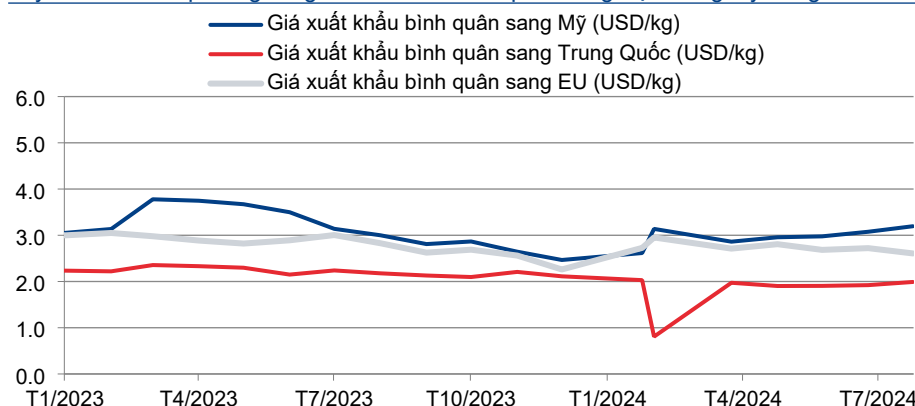
Giá bán bình quân 6 tháng đầu năm 2024 vẫn giảm 13,6% so với cùng kỳ trong bối cảnh thị trường Trung Quốc phục hồi chậm

	Q2/23	Q2/24	% sv cùng kỳ	6T2023	6T2024	% sv cùng kỳ
Giá trị xuất khẩu (triệu USD)	26.32	27.744	5.4%	55.46	48.727	-12.1%
Sản lượng xuất khẩu (tấn)	12.5	15.155	21.2%	25.68	26.099	1.6%
Giá xuất khẩu bình quân (USD/kg)	2.1	1.8	-13.1%	2.2	1.9	-13.6%

Nguồn: Agromonitor, HSC

Biểu đồ 38: Giá xuất khẩu cá tra theo các thị trường trọng điểm, Việt Nam

Giá xuất khẩu bình quân sang thị trường Trung Quốc đã tăng từ đáy tháng 2 nhưng vẫn duy trì ở mức thấp trong khi giá xuất khẩu bình quân sang thị trường Mỹ đang dần cải thiện



Nguồn: Agromonitor, HSC

Bảng 39: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026, ANV

HSC giảm 42.8% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024 xuống còn 153 tỷ đồng dựa trên kết quả thực hiện 6 tháng đầu năm 2024

Tỷ đồng	2024				2025				2026			
	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh
Doanh thu thuần	5,103	4,499	1.3%	-11.8%	5,982	5,804	29.0%	-3.0%	6,088	6,042	-0.8%	4.1%
Lợi nhuận thuần	268	153	293.0%	-42.8%	296	267	74.5%	-9.7%	363	349	-3.9%	30.5%

Nguồn: HSC

Bảng 40: Điều chỉnh giá định xuất khẩu cá tra đông lạnh cho giai đoạn 2024-2026, ANV

HSC giảm trung bình lần lượt 6,2% và 8,3% giá định sản lượng tiêu thụ & giá bán bình quân cho giai đoạn 2024-2026 dựa trên kết quả thực hiện trong 6 tháng đầu năm 2024

Tỷ đồng	2024				2025				2026			
	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Tỷ đồng	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Tỷ đồng	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Tỷ đồng
Giá trị xuất khẩu (triệu USD)	124	113.5	3.2%	-8.5%	146.0	121.6	7.1%	-16.7%	152.0	130.2	7.1%	-14.3%
Sản lượng xuất khẩu (tấn)	58,631	57,157	5.0%	-2.5%	64,494	60,015	5.0%	-6.9%	67,074	63,015	5.0%	-6.1%
Giá xuất khẩu bình quân (USD/kg)	2.11	1.99	-2.2%	-5.9%	2.26	2.03	2.0%	-10.4%	2.260	2.066	2.0%	-8.6%

Nguồn: HSC

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

Sau khi xem xét KQKD nửa đầu năm 2024, HSC điều chỉnh giảm bình quân 18,8% dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026. Cho năm 2024, lợi nhuận dự kiến giảm xuống 153 tỷ đồng (tăng trưởng 293% nhưng giảm 42,8% so với dự báo trước đó của chúng tôi). Cho năm 2025-2026, chúng tôi giảm lần lượt 9,7% và 3,9% dự báo lợi nhuận, xuống 267 tỷ đồng (tăng trưởng 74,5%) và 349 tỷ đồng (tăng trưởng 30,5%). Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 107 % so với mức nền thấp của năm 2023.

Hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng do định giá

HSC giữ nguyên giá mục tiêu 37.300đ nhưng hạ khuyến nghị đối với ANV xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) với tiềm năng tăng giá 15%. Chi tiết về các giả định định giá của chúng tôi như sau:

- Chúng tôi giảm bình quân 18,8% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 107 % so với mức nền thấp của năm 2023.

- Phương pháp định giá DCF của chúng tôi giả định (i) lãi suất phi rủi ro chung của HSC là 4%, (ii) phần bù rủi ro vốn CSH tiêu chuẩn là 8,5% và (iii) tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%.
- Giả định WACC giảm xuống còn 11,9% từ mức 12,9% trước đó, chủ yếu do cập nhật hệ số beta xuống 1,4 lần so với 1,6 lần trước đó (theo dữ liệu của Bloomberg).

Bảng 41: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, ANV

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
EBIT	271	426	526	638	764
Thu nhập thuần trừ nợ vay	244	377	462	557	664
Cộng: Khấu hao	150	166	160	186	147
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(221)	(159)	(123)	(101)	(136)
Trừ: Tăng vốn lưu động	240	(540)	(18)	335	(409)
UFCF	414	(157)	481	977	265

Nguồn: HSC

Bảng 42: Tính toán WACC, ANV

Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.5%
Beta (lần)	1.4
Chi phí vốn CSH	16.0%
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	11.9%

Nguồn: HSC

Bảng 43: Định giá DCF, ANV

Đồng	Giá trị
Giá mục tiêu cuối năm 2024	36,300
Giá mục tiêu cuối năm 2025	38,300
Giá mục tiêu dự phóng 12 tháng	37,300
P/E 2024 tại giá mục tiêu của ANV	32.5
P/E 2025 tại giá mục tiêu của ANV	18.7

Nguồn: HSC

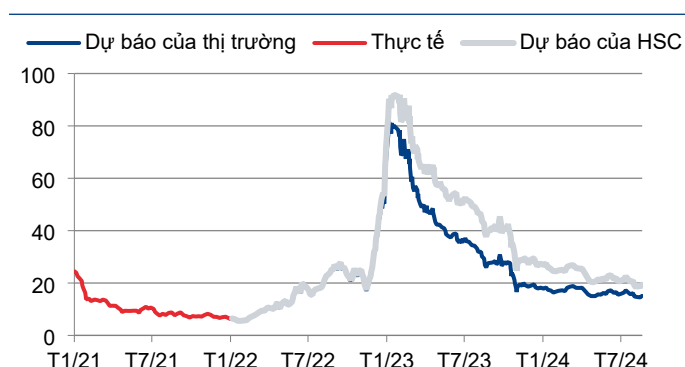
Bảng 44: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn & lãi suất phi rủi ro (đồng), ANV

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

Nguồn: HSC

Biểu đồ 45: P/E trượt dự phóng 1 năm, ANV

ANV đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 19,3 lần...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 46: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, ANV

...thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 26,3 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	4,897	4,439	4,499	5,804	6,042
Lợi nhuận gộp	1,336	447	581	786	901
Chi phí BH&QL	(472)	(264)	(310)	(360)	(375)
Thu nhập khác	19.1	17.7	(12.0)	0	0
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	882	201	259	426	526
Lãi vay thuần	(108)	(132)	(78.9)	(112)	(115)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(0.05)	(4.02)	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	774	64.5	180	315	410
Chi phí thuế TNDN	(100.0)	(25.3)	(27.1)	(47.2)	(61.6)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	674	39.2	153	267	349
Lợi nhuận thuần ĐC	674	39.2	153	267	349
EBITDA ĐC	1,004	316	409	592	685
EPS (đồng)	5,283	304	1,148	2,003	2,613
EPS ĐC (đồng)	5,283	304	1,148	2,003	2,613
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	105	41.4	26.2
Đầu tư ngắn hạn	358	71.9	0	0	0
Phải thu khách hàng	435	369	447	546	539
Hàng tồn kho	2,333	2,347	2,271	2,772	2,734
Các tài sản ngắn hạn khác	98.4	123	102	138	148
Tổng tài sản ngắn hạn	3,255	2,951	2,924	3,497	3,447
TSCĐ hữu hình	1,392	1,243	1,333	1,346	1,329
TSCĐ vô hình	352	346	327	307	287
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	501	155	179	180
Tổng tài sản dài hạn	2,213	2,162	1,827	1,843	1,807
Tổng cộng tài sản	5,468	5,113	4,751	5,340	5,255
Nợ ngắn hạn	1,769	1,784	1,169	1,519	1,269
Phải trả người bán	277	173	246	308	287
Nợ ngắn hạn khác	236	108	198	219	206
Tổng nợ ngắn hạn	2,418	2,103	1,695	2,151	1,852
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	2,265	1,884	2,340	2,041
Vốn chủ sở hữu	2,882	2,848	2,867	3,000	3,214
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	2,882	2,848	2,867	3,000	3,214
Tổng nợ phải trả và VCSH	5,468	5,113	4,751	5,340	5,255
BVPS (đ)	22,598	21,326	21,470	22,465	24,065
Nợ thuần/(tiền mặt)	1,891	1,889	1,253	1,666	1,431

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	882	201	259	426	526
Khấu hao	(121)	(115)	(150)	(166)	(160)
Lãi vay thuần	(108)	(132)	(78.9)	(112)	(115)
Thuế TNDN đã nộp	(100.0)	(25.3)	(27.1)	(47.2)	(61.6)
Thay đổi vốn lưu động	(631)	(124)	240	(540)	(18.2)
Khác	102	(115)	(84.2)	(191)	(176)
LCT thuần từ HKKD	266	(81.7)	459	(298)	315
Đầu tư TS dài hạn	(275)	(44.3)	(221)	(159)	(123)
Góp vốn & đầu tư	(1,217)	(217)	0	0	0
Thanh lý	53.7	150	0	0	0
Khác	1,496	528	35.2	59.9	58.6
LCT thuần từ HĐĐT	57.0	416	(186)	(99.1)	(63.9)
Cổ tức trả cho CSH	(157)	(219)	(134)	(134)	(134)
Thu từ phát hành CP	0	60.0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(119)	(40.2)	(75.5)	468	(132)
Khác	(57.2)	(127)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(334)	(326)	(209)	334	(266)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	42.7	31.1	39.7	105	41.4
LCT thuần trong kỳ	(10.9)	8.67	64.9	(63.1)	(15.2)
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.72)	(0.05)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	31.1	39.7	105	41.4	26.2
Dòng tiền tự do	(9.47)	(126)	239	(457)	192

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	10.1	12.9	13.5	14.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	20.5	7.11	9.10	10.2	11.3
Tỷ suất LNT (%)	13.8	0.88	3.41	4.61	5.77
Thuế TNDN hiện hành (%)	12.9	39.2	15.0	15.0	15.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	40.1	(9.34)	1.34	29.0	4.11
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	188	(68.6)	29.8	44.5	15.8
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	423	(94.2)	291	74.5	30.5
Tăng trưởng EPS (%)	423	(94.3)	278	74.5	30.5
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	423	(94.3)	278	74.5	30.5
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	18.9	329	87.1	49.9	38.3
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	25.8	1.37	5.36	9.12	11.2
ROACE (%)	31.5	6.63	8.55	13.6	15.9
Vòng quay tài sản (lần)	0.95	0.84	0.91	1.15	1.14
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.30	(0.41)	1.77	(0.70)	0.60
Số ngày tồn kho	239	215	212	202	194
Số ngày phải thu	44.5	33.8	41.6	39.7	38.2
Số ngày phải trả	28.4	15.9	22.9	22.4	20.4
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	66.2	66.7	44.6	56.3	45.3
Nợ/tài sản (%)	35.5	37.9	29.1	32.4	28.2
EBIT/lãi vay (lần)	8.13	1.52	3.29	3.82	4.56
Nợ/EBITDA (lần)	1.93	6.14	3.38	2.92	2.16
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.35	1.40	1.73	1.63	1.86
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.16	1.39	1.24	1.04	0.96
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.66	19.5	13.7	10.2	8.43
P/E (lần)	6.16	107	28.4	16.3	12.5
P/E ĐC (lần)	6.16	107	28.4	16.3	12.5
P/B (lần)	1.44	1.53	1.52	1.45	1.35
Lợi suất cổ tức (%)	3.07	3.07	3.07	3.07	3.07

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