

Ngành Thủy sản: Thị trường Mỹ là trọng tâm, cơ hội nhiều hơn rủi ro

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

- Xuất khẩu thủy sản của Việt Nam dự báo tăng trưởng 10% vào năm 2025 nhờ nhu cầu cải thiện từ các thị trường lớn như Mỹ, EU, Trung Quốc và Nhật Bản.
- Nếu kế hoạch áp thuế nhập khẩu cao đối với Trung Quốc và các nước khác của ông Trump được áp dụng, xuất khẩu cá tra của Việt Nam sẽ giành được thị phần so với cá rô phi của Trung Quốc. Tuy nhiên, thuế cao hơn cũng sẽ dẫn đến chi phí của doanh nghiệp xuất khẩu tăng, nhất là các doanh nghiệp xuất khẩu tôm hiện đang phải chịu thuế chống trợ cấp 2,84%.
- VHC, lựa chọn hàng đầu của HSC, đang có vị thế tốt để hưởng lợi từ sự phục hồi đang diễn ra cũng như từ những triển vọng trong tương lai tại thị trường Mỹ. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với FMC và khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với ANV, với lợi nhuận của cả hai công ty dự báo đều tăng trưởng vững chắc trong năm 2025.

Thị trường Mỹ: Tiềm năng tăng trưởng lớn hơn...

Thị trường Mỹ tiếp tục mang lại tiềm năng đáng kể cho xuất khẩu thủy sản Việt Nam, nhất là đối với cá tra và tôm. Nhu cầu tiêu dùng phục hồi sau những bất ổn kinh tế dự kiến sẽ giúp thúc đẩy tăng trưởng, với xuất khẩu sang Mỹ dự báo tăng trưởng 19% đạt 1,85 tỷ USD trong năm 2024. Đáng chú ý là phi lê cá tra đã vượt qua cá rô phi để trở thành loại phi lê cá thịt trắng nhập khẩu nhiều nhất vào Mỹ trong giai đoạn từ tháng 2 đến tháng 8/2024, mở ra cơ hội tăng thêm thị phần.

Nếu chính quyền Trump thực hiện các kế hoạch áp mức thuế 10-20% lên hàng nhập khẩu từ Việt Nam và thuế 60% đối với hàng hóa từ Trung Quốc, cá tra Việt Nam có thể tận dụng lợi thế từ việc giảm nhập khẩu cá rô phi từ Trung Quốc. Hơn nữa, khả năng các nhà nhập khẩu tăng cường tích lũy hàng hóa trước khi mức thuế cao có hiệu lực có thể đẩy mạnh sản lượng xuất khẩu và giá bán cá tra của Việt Nam trong năm 2025.

...nhưng cũng có chi phí cao hơn

Tuy nhiên, chi phí gia tăng vẫn là một thách thức. Nếu các mức thuế được áp dụng, các sản phẩm thủy sản của Việt Nam có thể mất đi tính cạnh tranh so với các sản phẩm nội địa của Mỹ. Đặc biệt, các nhà xuất khẩu tôm – hiện đang chịu mức thuế chống trợ cấp 2,48% – có thể phải đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt hơn về giá với các đối thủ từ Ecuador và Ấn Độ.

Ngoài ra, chi phí vận chuyển container cao là một rủi ro thường trực đối với các nhà xuất khẩu thủy sản Việt Nam. Sự gia tăng xuất khẩu sang Mỹ do tác động của thuế có thể làm trầm trọng thêm chi phí vận chuyển vào năm 2025. Bất chấp những thách thức này, sự kết hợp giữa nhu cầu ngày càng tăng và các cơ hội chiến lược vẫn tạo điều kiện cho xuất khẩu thủy sản Việt Nam đạt được những lợi ích đáng kể trong bối cảnh chi phí gia tăng.

Khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với doanh nghiệp xuất khẩu cá tra VHC, lựa chọn hàng đầu trong ngành thủy sản của chúng tôi, nhờ vị thế tốt trên thị trường Mỹ để hưởng lợi từ sự phục hồi đang diễn ra và tiềm năng phát triển trong năm 2025 thay vì bị ảnh hưởng tiêu cực; tại giá mục tiêu, tiềm năng tăng giá là 31%.

Chúng tôi cũng duy trì khuyến nghị Mua vào đối với doanh nghiệp xuất khẩu tôm FMC dựa trên mức định giá hấp dẫn và đà tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ, được thúc đẩy bởi nhu cầu cải thiện và công suất hoạt động tăng tại các nhà máy mới. Trong khi đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với ANV, cũng là một doanh nghiệp xuất khẩu cá tra, do lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng mạnh mẽ 214% trong năm 2025, sau đó tăng trưởng 14,5% trong năm 2026.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 22/11.

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	17,300	Tăng tỷ trọng	-	20,200	-	16.8	36.1	19.7	17.5	10.4	5.78	5.78
FMC	45,750	Mua vào	-	59,300	-	29.6	10.7	8.48	6.71	5.90	4.37	4.37
VHC	70,000	Mua vào	-	91,600	-	30.9	11.0	11.6	9.76	8.46	2.86	2.86

Giá cổ phiếu tại ngày 19/11/2024.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Triển vọng năm 2025: Xuất khẩu dự kiến tăng trưởng 10%	3
Đánh giá KQKD 10 tháng đầu năm 2024: Nhu cầu phục hồi tại các thị trường trọng điểm	3
Năm 2025: Thị trường Mỹ dự kiến sẽ là động lực tăng trưởng chính	4
Các vấn đề chính khác	5
Điều chỉnh dự báo lợi nhuận	6
Định giá và khuyến nghị	7

Báo cáo thành phần

CTCP Vĩnh Hoàn (VHC)	10
Công ty Cổ phần Thực phẩm Sao Ta (FMC)	17
Công ty Cổ phần Nam Việt (ANV)	24

Triển vọng năm 2025: Xuất khẩu dự kiến tăng trưởng 10%

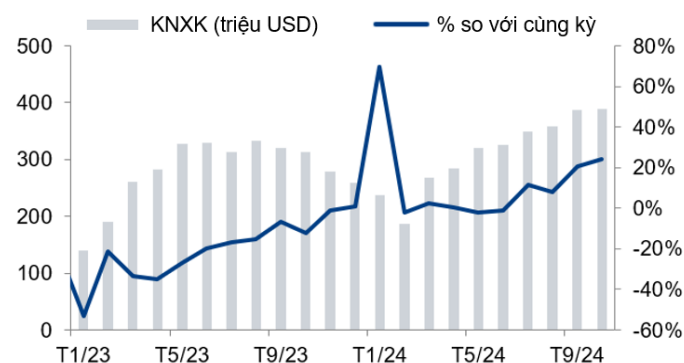
Trong dự báo sơ bộ, VASEP dự báo xuất khẩu thủy sản sẽ tăng trưởng 10% trong năm 2025 lên 11 tỷ USD, nhờ nhu cầu mạnh mẽ từ các thị trường truyền thống lớn, đặc biệt là Mỹ. Chúng tôi sẽ tiếp tục theo dõi chặt chẽ các chính sách thuế sắp tới của chính quyền Trump. Chúng tôi vẫn giữ quan điểm tích cực về triển vọng của các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản VHC, FMC và ANV, do tỷ suất lợi nhuận gộp dự kiến tiếp tục cải thiện trong năm 2025, được hỗ trợ bởi chi phí đầu vào giảm nhẹ. Trong đó, chúng tôi ưa thích VHC (Mua vào; tiềm năng tăng giá 31%) do vị thế tốt của Công ty trên thị trường Mỹ, mô hình kinh doanh vững chắc và bảng CĐKT lành mạnh. Chúng tôi cũng ưa thích FMC (Mua vào; tiềm năng tăng giá 30%) vì định giá rẻ và doanh thu tăng trưởng liên tục trong khi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với ANV (tiềm năng tăng giá 17%).

Đánh giá KQKD 10 tháng đầu năm 2024: Nhu cầu phục hồi tại các thị trường trọng điểm

Xuất khẩu thủy sản của Việt Nam đạt 8,33 tỷ USD trong 10 tháng đầu năm 2024, tăng 12% so với cùng kỳ nhờ nhu cầu mạnh mẽ ở các thị trường trọng điểm. Xuất khẩu tôm đạt 3,23 tỷ USD (tăng 13,9% so với cùng kỳ) và xuất khẩu cá tra đạt gần 1,7 tỷ USD (tăng 10% so với cùng kỳ). Xuất khẩu sang các thị trường truyền thống như Mỹ, Trung Quốc, Nhật Bản và EU đã chuyển sang vùng tăng trưởng, trong đó Trung Quốc và Hồng Kông ghi nhận mức tăng lớn nhất, vượt qua Mỹ để trở thành điểm đến xuất khẩu thủy sản lớn nhất của Việt Nam vào cuối năm.

Biểu đồ 1: KNXK tôm theo tháng, Việt Nam

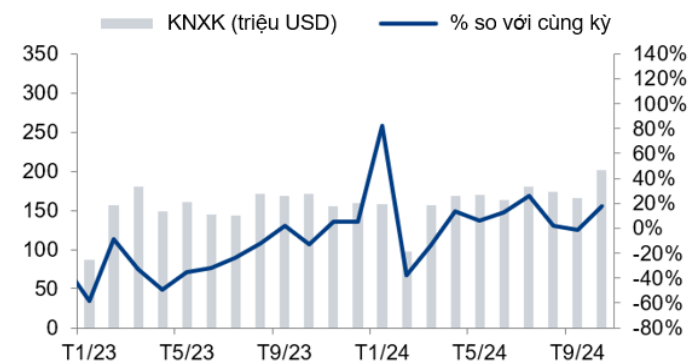
Tính chung 10 tháng đầu năm 2024, KNXK tôm tăng 13,4% so với cùng kỳ, đạt 3,2 tỷ USD



Nguồn: Agromonitor

Biểu đồ 2: KNXK cá tra theo tháng, Việt Nam

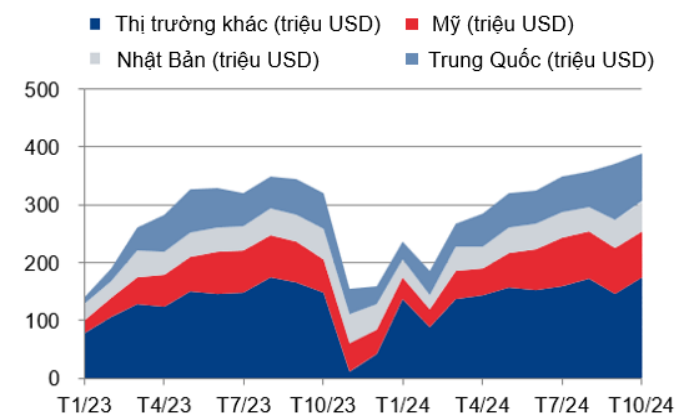
KNXK cá tra trong 10 tháng đầu năm tăng 10% so với cùng kỳ, đạt 1,7 tỷ USD



Nguồn: Agromonitor

Biểu đồ 3: KNXK tôm theo thị trường, Việt Nam

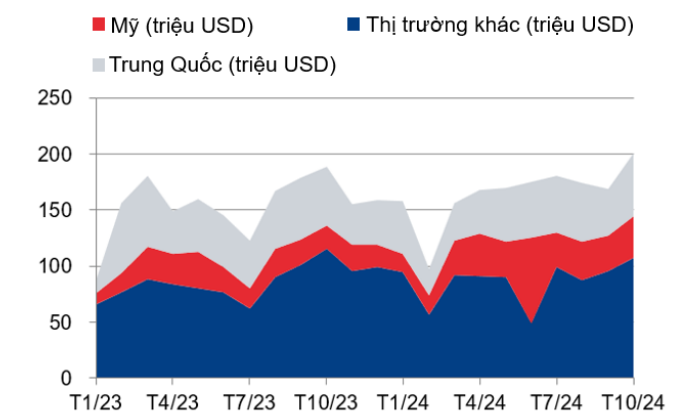
Mỹ vẫn là thị trường hàng đầu cho xuất khẩu tôm của Việt Nam



Nguồn: Agromonitor

Biểu đồ 4: KNXK cá tra theo thị trường, Việt Nam

Trung Quốc là điểm đến hàng đầu cho xuất khẩu cá tra

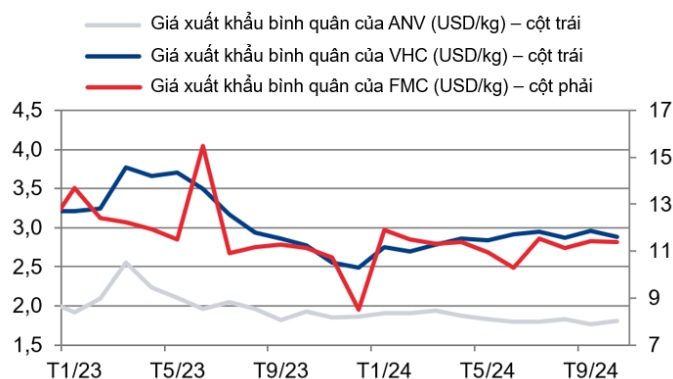


Nguồn: Agromonitor

Trong 10 tháng đầu năm 2024, xuất khẩu sang Trung Quốc (và Hồng Kông) đạt 1,53 tỷ USD, tăng 17,3% so với cùng kỳ và xuất khẩu sang Mỹ đạt 1,53 tỷ USD, tăng 16,4% so với cùng kỳ. Xuất khẩu sang EU tăng 11% so với cùng kỳ, cho thấy sự phục hồi ổn định mặc dù kinh tế EU phục hồi chậm hơn so với Mỹ và Trung Quốc. Trong khi đó, doanh thu xuất khẩu sang Nhật Bản và Hàn Quốc tăng nhẹ 1,5-2% so với cùng kỳ do áp lực lạm phát kéo dài. Nhật Bản, trước đây là thị trường xuất khẩu lớn thứ hai của Việt Nam, đã tụt xuống vị trí thứ 3 trong 10 tháng đầu năm 2024, với doanh thu xuất khẩu sang Nhật Bản đạt 1,25 tỷ USD, trong khi doanh thu xuất khẩu sang Hàn Quốc chỉ đạt 0,65 tỷ USD.

Biểu đồ 5: Giá xuất khẩu bình quân, các công ty ngành Thủy sản HSC khuyến nghị

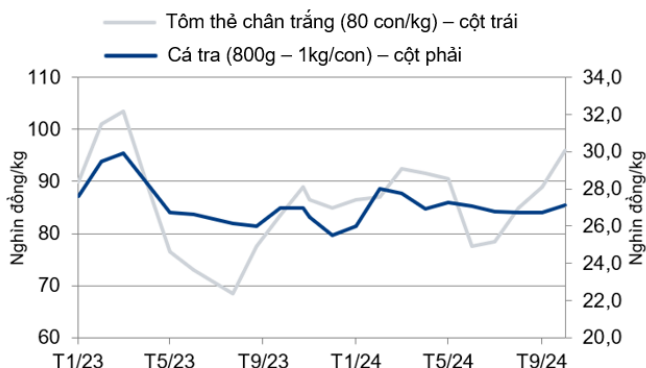
Giá xuất khẩu bình quân của VHC và FMC đã cải thiện so với đầu năm nhờ giá tại thị trường Mỹ tăng. Trong khi đó, giá của ANV giảm do mức giá thấp tại thị trường Trung Quốc



Nguồn: Agromonitor

Biểu đồ 6: Giá nguyên liệu chính, tôm & cá tra

Giá cá tra nguyên liệu giảm so với đầu năm, có thể do giá thức ăn giảm; trong khi giá tôm nguyên liệu gần như đi ngang so với cùng kỳ



Nguồn: Agromonitor

Năm 2025: Thị trường Mỹ dự kiến sẽ là động lực tăng trưởng chính

Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam (VASEP) gần đây đưa ra dự báo lạc quan thận trọng của họ về triển vọng năm 2025, theo đó xuất khẩu thủy sản sẽ tăng trưởng 10% đạt 11 tỷ USD trong năm 2025 (đáng chú ý là thấp hơn tốc độ tăng trưởng 12% trong 10 tháng đầu năm 2024) và sự phục hồi này sẽ được thúc đẩy bởi nhu cầu ngày càng tăng từ các thị trường lớn như Mỹ, EU, Trung Quốc và Nhật Bản.

Sau giai đoạn đầy thách thức trong năm 2023-2024 do những bất ổn kinh tế toàn cầu, xuất khẩu sang thị trường Mỹ và EU dự kiến sẽ tăng trưởng vào năm tới khi các nền kinh tế đã ổn định. Đặc biệt, thị trường Mỹ cho thấy những dấu hiệu phục hồi đầy hứa hẹn, nhất là đối với xuất khẩu cá tra và tôm, trong khi thị trường EU có thể tiếp tục hưởng lợi từ các hiệp định thương mại mạnh mẽ của Việt Nam như Hiệp định Thương mại Tự do EU-Việt Nam (EVFTA).

Nhu cầu đối với cá thịt trắng (bao gồm cá tra) và một số loài cá nhỏ dự kiến sẽ cải thiện tích cực hơn so với các loại hải sản khác do giá cả phải chăng, hàm lượng dinh dưỡng cao và kết cấu trung tính giúp dễ dàng kết hợp gia vị.

Trong khi đó, nhu cầu đối với các sản phẩm tôm sẽ duy trì ổn định vì chúng là lựa chọn ưa thích của người tiêu dùng ở các thị trường lớn như Mỹ, EU, Nhật Bản và Australia. Tuy nhiên, ngày càng có sự chú trọng vào các sản phẩm tiện lợi, ăn liền, sơ chế và chế biến sẵn như đồ hộp, hải sản khô và bữa ăn sơ chế sẵn.

Thị trường Mỹ: Thuế cao hơn nhưng cũng có nhiều cơ hội hơn cho cá tra

Mỹ luôn là thị trường xuất khẩu thủy sản lớn nhất của Việt Nam với kim ngạch xuất khẩu hằng năm dao động từ 1,5 tỷ USD đến 2,1 tỷ USD trong 5 năm qua.

Trong 10 tháng đầu năm 2024, xuất khẩu thủy sản của Việt Nam sang Mỹ đạt 1,5 tỷ USD, tăng 15% so với cùng kỳ. Tổng kim ngạch xuất khẩu thủy sản sang Mỹ trong cả năm 2024 dự kiến đạt 1,85 tỷ USD, tăng trưởng 19%.

Trong 10 năm qua, phi lê cá tra là sản phẩm cá thịt trắng nhập khẩu nhiều thứ hai tại Mỹ, sau cá rô phi chủ yếu được nhập khẩu từ Trung Quốc. Tuy nhiên, trong 10 tháng

đầu năm 2024, phi lê cá tra đã vượt qua phi lê cá rô phi để trở thành sản phẩm cá thịt trắng được nhập khẩu nhiều nhất vào Mỹ.

Rào cản thuế quan của Mỹ vẫn là một thách thức đối với tôm và cá tra

Đối với cá tra, theo kết luận sơ bộ của đợt rà soát lần thứ 20 (giai đoạn từ 1/8/2022 đến 31/7/2023), xuất khẩu cá tra của Việt Nam sang Mỹ được hưởng mức thuế chống bán phá giá (CBPG) là 0 USD/kg, giảm so với mức chính thức từ 0,00 USD/kg đến 0,18 USD/kg trong đợt rà soát lần thứ 19 trước đó (giai đoạn từ 1/8/2021 đến 31/7/2022). Tuy nhiên, thuế CBPG được rà soát hằng năm và có nguy cơ tăng trong những năm tới dưới thời chính quyền Tổng thống Trump.

Đối với tôm, vào ngày 22/10 vừa qua, Mỹ đã áp dụng mức thuế chống trợ cấp sơ bộ đối với tôm từ Ecuador, Ấn Độ và Việt Nam, với mức thuế dành cho Việt Nam là 2,84% (so với trước đây không bị áp thuế), tạo thêm chi phí cho các nhà xuất khẩu tôm Việt Nam. Một điểm tích cực là mức thuế này vẫn thấp hơn mức 4,36% của Ấn Độ và 7,55% của Ecuador, tạo lợi thế cạnh tranh tương đối cho xuất khẩu tôm của Việt Nam.

Từ năm 2025, các chính sách thương mại cụ thể của Mỹ dưới chính quyền Trump có thể đặt ra những thách thức lớn hơn cho xuất khẩu thủy sản của Việt Nam, sau khi ông Trump đề xuất áp dụng mức thuế nhập khẩu đồng loạt từ 10-20% đối với tất cả các quốc gia, bao gồm cả Việt Nam. Nếu được thực hiện, chính sách này sẽ làm giảm tính cạnh tranh của các sản phẩm thủy sản Việt Nam so với các sản phẩm nội địa của Mỹ và gia tăng chi phí cho các nhà xuất khẩu thủy sản Việt Nam.

Tuy nhiên, việc này cũng tạo ra nhiều cơ hội. Với việc ông Trump rất có thể sẽ làm gia tăng căng thẳng thương mại Mỹ-Trung, Mỹ có thể tiếp tục giảm nhập khẩu thủy sản từ Trung Quốc và tìm kiếm các nhà cung cấp thay thế, bao gồm cả Việt Nam. Đặc biệt, nếu đề xuất áp thuế 60% đối với hàng hóa từ Trung Quốc của ông Trump được thực hiện, điều này sẽ ảnh hưởng rõ rệt đến xuất khẩu cá rô phi của Trung Quốc (hiện chiếm hơn 60% tổng lượng nhập khẩu cá rô phi của Mỹ), tạo cơ hội cho xuất khẩu cá tra của Việt Nam.

Các vấn đề chính khác

Thị trường Trung Quốc: Khó khăn ngắn hạn vẫn còn, nhưng triển vọng dài hạn tươi sáng hơn

Trong suốt 20 năm qua, Trung Quốc luôn là nước nhập khẩu cá thịt trắng lớn nhất thế giới, trong khi Việt Nam là nhà cung cấp cá thịt trắng lớn thứ hai, chủ yếu là cá tra. Từ năm 2004 đến năm 2023, Trung Quốc đại lục đã nhập khẩu gần 25 tỷ USD cá thịt trắng trên toàn cầu; trong đó, nhập khẩu cá tra Việt Nam đạt gần 3 tỷ USD, chiếm 11% tổng giá trị nhập khẩu cá thịt trắng của Trung Quốc.

Trong 10 tháng đầu năm 2024, Trung Quốc và Hồng Kông đã vượt qua Mỹ để trở thành thị trường xuất khẩu thủy sản lớn nhất của Việt Nam, đạt 1,53 tỷ USD, tăng 17% so với cùng kỳ chủ yếu nhờ sản lượng tăng. Tuy nhiên, giá xuất khẩu cá tra bình quân sang Trung Quốc đã giảm 10-13% so với cùng kỳ do sự chuyển dịch cơ cấu sản phẩm từ phi lê sang sản phẩm cá nguyên con rẻ hơn, có thể là do cạnh tranh từ cá minh thái giá rẻ của Nga. Xuất khẩu tôm sang Trung Quốc cũng giảm khoảng 15-18% so với cùng kỳ, có thể do điều kiện kinh tế kém tích cực.

Trong ngắn hạn, xuất khẩu thủy sản của Việt Nam sang Trung Quốc, đặc biệt là cá tra, sẽ tiếp tục đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt từ thủy sản Nga (do các lệnh trừng phạt của Mỹ và EU đối với các sản phẩm thủy sản có nguồn gốc từ Nga). Ngoài ra, nếu căng thẳng thương mại Mỹ-Trung leo thang dưới thời chính quyền Trump, các sản phẩm thủy sản của Trung Quốc có thể quay trở lại thị trường nội địa, làm gia tăng cạnh tranh.

Tuy nhiên, tiềm năng và cơ hội dài hạn ở thị trường này vẫn rất lớn đối với các nhà xuất khẩu thủy sản Việt Nam. Việc Trung Quốc chuyển hướng đầu tư chính sang sản xuất và dịch vụ sẽ dẫn đến giảm đầu tư vào nuôi trồng thủy sản và giảm dần xuất khẩu thủy sản của Trung Quốc trong những năm tới. Do đó, các nhà kinh tế dự báo Trung Quốc sẽ ngày càng phụ thuộc vào thủy sản nhập khẩu – theo mô hình tương tự như nhiều quốc gia phương Tây. Ngoài ra, lợi thế về vị trí địa lý của Việt Nam gần Trung Quốc giúp các nhà xuất khẩu Việt Nam tiết kiệm chi phí logistic so với các nước khác.

Chi phí thức ăn chăn nuôi giảm giúp hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận

Giá thức ăn thủy sản đã được giảm nhiều lần từ đầu năm đến nay, với tổng mức giảm khoảng 1.000đ/kg, tương đương mức giảm 7-10%. Với triển vọng giá ngũ cốc cho năm 2025 có xu hướng ổn định hoặc giảm, có khả năng giá thức ăn thủy sản sẽ duy trì ổn định và có thể tiếp tục giảm thêm.

Giá thức ăn chăn nuôi thấp hơn, chiếm khoảng 50% chi phí nuôi tôm và khoảng 70% chi phí nuôi cá tra, dự kiến sẽ giúp cải thiện tỷ suất lợi nhuận cho các nhà sản xuất thủy sản trong năm 2025.

Chi phí vận chuyển container vẫn là rủi ro chính

Chi phí vận chuyển container cao tiếp tục là một rủi ro lớn đối với các nhà xuất khẩu thủy sản Việt Nam. Mặc dù giá dầu giảm và việc mở rộng đội tàu vận chuyển có thể giúp ổn định cước vận chuyển nhưng các chính sách bảo hộ thương mại có thể phá vỡ xu hướng này. Nếu chính quyền Trump áp thuế 60% đối với hàng hóa Trung Quốc và thuế đồng loạt 10-20% đối với các nước khác, điều này có thể kích hoạt làn sóng xuất khẩu sang Mỹ khi các nhà xuất khẩu và nhập khẩu chạy đua để tránh thuế mới. Kịch bản này có thể khiến chi phí vận chuyển container tăng mạnh vào năm 2025.

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận

Sau khi phân tích KQKD 9 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. Các điều chỉnh đáng kể nhất đã được thực hiện đối với ANV, với mức giảm 51,2% lợi nhuận thuần năm 2024 và mức giảm 17,9% đối với FMC, do chi phí vận chuyển cao và khoản tiền phạt bất ngờ từ việc chậm nộp thuế (trong trường hợp của ANV) cũng như thuế chống trợ cấp mới được áp dụng (trong trường hợp của FMC). Trong khi đó, chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận của VHC.

Dự báo mới của HSC cho năm 2024 cho thấy tổng lợi nhuận thuần trong Q4/2024 tăng 292% so với cùng kỳ nhờ lợi nhuận thuần tăng trưởng ấn tượng ở cả ba công ty. Điều này bao gồm mức tăng trưởng 2,6% so với cùng kỳ đối với FMC, mức tăng gấp 7 lần đối với VHC và sự chuyển biến từ thua lỗ sang có lãi đối với ANV.

Cho năm 2025-2026, chúng tôi giảm nhẹ lần lượt 2,3% và 5,4% dự báo lợi nhuận thuần với mức giảm đáng kể nhất được thực hiện đối với ANV và FMC, chủ yếu do tăng giả định chi phí bán hàng khi chi phí vận chuyển tăng và thuế chống trợ cấp mới được áp dụng (đối với FMC). Trong khi đó, chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 của VHC.

Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt ở mức 16,1% đối với VHC, 10,3% đối với FMC và 89,9% đối với ANV (từ mức nền rất thấp của năm 2023). Lưu ý, dự báo EPS mới của chúng tôi thấp hơn so với bình quân dự báo thị trường đối với tất cả các công ty và tất cả các năm dự báo.

Bảng 7: Điều chỉnh dự báo Q4/2024 & cả năm 2024, các công ty ngành Thủy sản HSC khuyến nghị

Dựa trên xu hướng cải thiện hiện tại, HSC dự báo lợi nhuận Q4 của toàn bộ các công ty chúng tôi khuyến nghị sẽ tăng mạnh

	Q4/2023	Q4/2024F	% so với cùng kỳ	2023	2024	Tăng trưởng
VHC						
Doanh thu	2,396	3,306	38.0%	10,033	12,636	25.9%
Lợi nhuận thuần	48.0	391	720.1%	919	1,195	30.0%
ANV						
Doanh thu	1,111	1,144	3.0%	4,439	4,695	5.8%
Lợi nhuận thuần	-0.5	32.0	Đảo chiều	39.2	74.7	90.6%
FMC						
Doanh thu	1,253	1,391	-9.7%	5,087	6,940	-13.6%
Lợi nhuận thuần	82	84	57.7%	276	280	4.0%
Tổng doanh thu	4,759	5,842	22.7%	19,560	24,270	24.1%
Tổng lợi nhuận thuần	129	507	292.0%	1,234	1,550	25.5%

Nguồn: HSC

Bảng 8: Dự báo cũ và mới cho giai đoạn 2024-2026, các công ty ngành Thủy sản HSC khuyến nghị

HSC giảm nhẹ 2,3% & 5,4% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026, chủ yếu do chi phí bán hàng tăng sẽ ảnh hưởng tới ANV và FMC

Tỷ đồng	2024				2025				2026				CAGR 3 năm
	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	
VHC													
Doanh thu	12,612	12,636	0.2%	25.9%	13,990	14,004	0.1%	10.8%	15,385	15,464	0.5%	10.4%	15.5%
Lợi nhuận thuần	1,199	1,195	-0.3%	30.0%	1,343	1,349	0.4%	12.9%	1,421	1,437	1.1%	6.5%	16.1%
ANV													
Doanh thu	4,499	4,695	4.4%	5.8%	5,804	5,904	1.7%	25.8%	6,042	6,099	0.9%	3.3%	11.2%
Lợi nhuận thuần	153	75	-51.2%	90.6%	267	234	-12.2%	213.7%	349	268	-23.1%	14.5%	89.9%
FMC													
Doanh thu	5,887	6,940	17.9%	36.4%	6,482	7,432	14.7%	7.1%	7,138	8,037	12.6%	8.1%	16.5%
Lợi nhuận thuần	341	280	-17.9%	1.5%	372	353	-5.1%	26.0%	425	370	-12.9%	4.9%	10.3%
Tổng													
Doanh thu	22,998	24,270	5.5%	24.1%	26,276	27,340	4.1%	12.7%	28,565	29,600	3.6%	8.3%	14.8%
Lợi nhuận thuần	1,693	1,550	-8.5%	25.6%	1,982	1,936	-2.3%	24.9%	2,195	2,075	-5.4%	7.2%	18.9%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

Phương pháp định giá

Trong Bảng 9-10, HSC tóm tắt giá mục tiêu mới theo phương pháp DCF cho ba doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản, phản ánh dự báo lợi nhuận mới cho năm 2025-2026, giá định WACC cập nhật và những thay đổi khi chuyển cơ sở định giá sang cuối năm 2025.

Bảng 9: Lý do điều chỉnh giá mục tiêu, các công ty ngành Thủy sản HSC khuyến nghị

Đồng	Khuyến nghị (không đổi)	Giá mục tiêu mới	Giá mục tiêu cũ	Điều chỉnh	Do điều chỉnh:		
					WACC mới	Chuyển cơ sở định giá đến cuối năm 2025	Điều chỉnh dự báo lợi nhuận
ANV	Tăng tỷ trọng	20,200	18,650	8.3%	13.5%	1.5%	-6.7%
VHC	Mua vào	91,600	91,600	0.0%	-1.8%	6.8%	-5.0%
FMC	Mua vào	59,300	59,300	0.0%	-6.2%	7.2%	-1.0%

Nguồn: HSC

Bảng 10: Tính toán WACC, cũ & mới, các công ty ngành Thủy sản HSC khuyến nghị

Chúng tôi sử dụng phần bù rủi ro tiêu chuẩn là 7,5% (so với giá trị trước đó là 8,5%) & hệ số beta cập nhật của Bloomberg

	Cũ				Mới			
	Beta	Chi phí vốn CSH	Chi phí nợ	WACC	Beta	Chi phí vốn CSH	Chi phí nợ	WACC
ANV	1.4	16.0%	4.3%	11.9%	1.2	13.0%	4.0%	9.8%
VHC	1.1	13.4%	4.8%	11.2%	1.3	13.8%	6.8%	12.0%
FMC	0.8	10.8%	4.4%	8.9%	1.0	11.5%	4.4%	9.4%

Nguồn: HSC

Bảng 11: Diễn biến giá & P/E trượt dự phóng 1 năm, các công ty ngành Thủy sản HSC khuyến nghị

Ticker	Giá (đồng)	Biến động giá tuyệt đối của cp			Diễn biến giá cp tương quan với chỉ số			P/E trượt dự phóng 1 năm	Bình quân quá khứ (từ T1/2021)
		1 tháng	3 tháng	12 tháng	1 tháng	3 tháng	12 tháng		
ANV	17,300	3.9%	7.9%	17.5%	11.5%	10.3%	2.0%	21.5	26.0
VHC	70,000	0.6%	2.2%	28.1%	7.9%	4.0%	11.3%	11.9	9.3
FMC	45,750	-5.0%	-5.2%	6.1%	1.9%	-3.0%	7.8%	8.7	9.4
Bình quân		-0.2%	1.6%	17.2%	7.1%	3.7%	7.1%	14.0%	14.9

Nguồn: Bloomberg, HSC

Bối cảnh định giá

Trong 12 tháng qua, giá cổ phiếu VHC và ANV tăng mạnh lần lượt 28,1% và 17,5%, vượt trội so với chỉ số VN Index. Điều này có thể là do xuất khẩu cá tra phục hồi mạnh mẽ trong năm 2024 từ mức nền thấp của năm 2023. Trong khi đó, giá cổ phiếu FMC tăng nhẹ 6,1% trong cùng kỳ nhưng cũng diễn biến tích cực hơn VN Index 7,8%, có

thể do cạnh tranh gay gắt hơn tại thị trường Mỹ và mức nền vẫn còn cao trong năm 2023.

Theo đó, VHC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,9 lần, cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 9,3 lần, trong khi FMC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,7 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 9,4 lần và ANV đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 21,5 lần, thấp hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 26,0 lần.

Lựa chọn đầu tư của HSC

VHC: Duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá 31% tới giá mục tiêu

VHC là doanh nghiệp xuất khẩu cá tra lớn nhất sang thị trường Mỹ, giúp Công ty có vị thế thuận lợi để hưởng lợi từ sự phục hồi đang diễn ra tại thị trường này.

Nếu chính quyền Trump áp dụng mức thuế 10-20% đối với tất cả hàng nhập khẩu và 60% đối với hàng hóa Trung Quốc, điều này sẽ nâng cao khả năng cạnh tranh về giá của các quốc gia xuất khẩu khác tại thị trường Mỹ so với Trung Quốc. Trong bối cảnh này, cá tra – hiện là loại phi lê cá được nhập khẩu nhiều thứ hai vào Mỹ – có khả năng hưởng lợi vì lượng cá rô phi nhập khẩu, loại phi lê cá hàng đầu ở Mỹ, có thể giảm do Trung Quốc là nước xuất khẩu cá rô phi lớn nhất.

Ngoài ra, VHC có vị thế tốt để giảm thiểu rủi ro liên quan đến khả năng tăng thuế từ chính quyền Trump (nếu có) nhờ Công ty đã liên tục duy trì mức thuế CBPG là 0 USD/kg trong suốt 10 năm qua. Ngược lại, các nhà xuất khẩu Việt Nam khác chỉ gần đây mới được giảm mức thuế xuống 0 USD/kg (từ 0,18 USD/kg) trong đợt rà soát lần thứ 20 (giai đoạn từ ngày 1/8/2022 đến 31/7/2023).

Hơn nữa, nếu chính phủ Mỹ áp dụng các mức thuế này, chúng tôi dự báo các nhà nhập khẩu sẽ tăng cường tích trữ hàng hóa trước khi các mức thuế mới có hiệu lực. Điều này có thể dẫn đến sản lượng xuất khẩu và giá xuất khẩu cao hơn cho VHC vào năm 2025.

Tóm lại, mặc dù rủi ro trên thị trường Mỹ có thể đang gia tăng đối với toàn ngành nhưng VHC có vị thế độc đáo để hưởng lợi thay vì bị ảnh hưởng bất lợi.

HSC giữ nguyên dự báo cho giai đoạn 2024-2026 với lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 16% (từ mức nền năm 2023) và 2 năm đạt 9,9%. VHC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,7 lần, cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 9,3 lần. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng VHC xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nữa nhờ vị thế dẫn đầu tuyệt đối của Công ty trên thị trường.

FMC: Duy trì khuyến nghị Mua vào nhờ định giá rẻ

Mảng kinh doanh cốt lõi của FMC vẫn duy trì ổn định, được hỗ trợ bởi đà tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ nhờ nhu cầu toàn cầu cải thiện, nhất là đối với các sản phẩm chế biến sâu như tôm tẩm bột, tôm nobashi và các sản phẩm tôm sơ chế hoặc chế biến sẵn khác. Bên cạnh đó, công suất hoạt động ngày càng tăng cũng đóng góp tích cực, nhờ vào việc đưa vào hoạt động nhà máy Chế biến Thủy sản Tam An (trong Q1/2022) và nhà máy Chế biến Thủy sản Sao Ta (trong Q1/2023).

HSC duy trì giá mục tiêu là 59.300đ nhờ tác động tích cực của việc chuyển cơ sở định giá sang cuối năm 2025 lớn hơn tác động tiêu cực của việc giảm bình quân 9% dự báo năm 2025-2026 và tăng giả định WACC. FMC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,7 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 9,5 lần.

ANV: Tỷ suất lợi nhuận gộp tiếp tục tăng, duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu 20.200đ

Mặc dù giảm bình quân 28,8% dự báo cho năm 2025-2026, HSC vẫn kỳ vọng lợi nhuận thuần phục hồi mạnh mẽ trong năm 2025 với mức tăng trưởng 214% đạt 234 tỷ đồng, sau đó tăng trưởng 14,5% trong năm 2026 đạt 268 tỷ đồng. Tỷ suất lợi nhuận gộp đã cải thiện đáng kể từ 10% trong Q1/2024 lên mức 12,4% trong Q2/2024, 12,9% trong Q3/2024 và dự kiến sẽ tiếp tục cải thiện trong Q4/2024 cũng như trong năm 2025, do giá xuất khẩu tăng và chi phí nuôi trồng giảm (được hỗ trợ bởi chi phí thức ăn chăn nuôi thấp hơn).

HSC tăng 8,3% giá mục tiêu lên 20.200đ do giảm giả định WACC (khi giảm phần bù rủi ro vốn CSH và beta) và chuyển cơ sở định giá sang cuối năm 2025; tác động tích cực của hai việc này đã bù trừ cho tác động tiêu cực của việc giảm 28,8% dự báo lợi nhuận cho năm 2025-2026. ANV đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 21,5 lần, thấp hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 26,0 lần.

Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ91,600 (giữ nguyên)

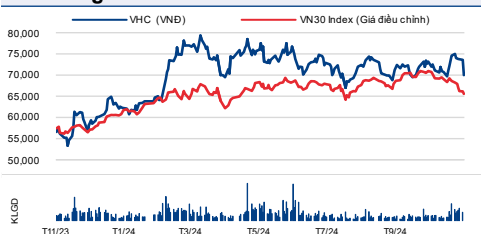
Tiềm năng tăng/giảm: 30.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (19/11/2024) 70,000

Mã Bloomberg	VHC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	53,348-79,300
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	72,533
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	15,673
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	617
Slg CP lưu hành (tr.đv)	224
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	224
Slg CP NN được mua (tr.đv)	160
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	28.6%
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	(4.37)	(3.31)	21.8
So với chỉ số	3.50	(0.25)	6.75
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	5,337	5,452	(2.1)
2025F	6,024	7,373	(18.3)
2026F	6,417	8,871	(27.7)

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

Hưởng lợi từ các biến động trên thị trường Mỹ

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu 91.600đ mặc dù có một số điều chỉnh dự báo cho giai đoạn 2024-2026 và các giả định định giá mới.
- Triển vọng của VHC vẫn vững chắc, với doanh thu xuất khẩu dự báo tăng mạnh (do giá xuất khẩu bình quân được cải thiện và sản lượng tăng) và tỷ suất lợi nhuận gộp tốt hơn trong năm 2025. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 16% so với mức nền thấp của năm 2023.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 4% trong 1 tháng qua, VHC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 17 lần, cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 9,3 lần. Theo đó, chúng tôi tin rằng VHC xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ triển vọng của Công ty đang được cải thiện.

Sự kiện: Phân tích KQKD Q3/2024

VHC đã công bố KQKD Q3/2024 tích cực với doanh thu thuần đạt 3.278 tỷ đồng, tăng 22% so với cùng kỳ và lợi nhuận thuần đạt 321 tỷ đồng, tăng 68% so với cùng kỳ. Doanh thu tăng trưởng mạnh là nhờ doanh thu cá tra tăng 32,6% so với cùng kỳ và lợi nhuận thuần tăng nhờ doanh thu tăng mạnh và tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện.

Tính chung 9 tháng đầu năm 2024, doanh thu thuần đạt 9.329 tỷ đồng (tăng 22% so với cùng kỳ) và lợi nhuận thuần đạt 804 tỷ đồng (giảm 5,3% so với cùng kỳ, đạt 67% dự báo cũ của HSC cho cả năm 2024), chủ yếu do KQKD kém tích cực trong nửa đầu năm 2024.

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

Trước những yếu tố ảnh hưởng đến KQKD 9 tháng đầu năm 2024, HSC duy trì dự báo năm 2024 với doanh thu đạt 12.636 tỷ đồng (tăng trưởng 25,9%) và lợi nhuận thuần đạt 1.195 tỷ đồng (tăng trưởng 30%). Chúng tôi cũng gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026; theo đó, lợi nhuận thuần tăng trưởng 12,9% trong năm 2025 đạt 1.349 tỷ đồng, sau đó tăng trưởng 6,5% trong năm 2026 đạt 1.437 tỷ đồng.

Dự báo mới cho giai đoạn 2024-2026 của chúng tôi – thấp hơn 16% so với bình quân dự báo thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 16% (từ mức nền của năm 2023) và 2 năm đạt 9,9% (so với dự báo năm 2024). Lưu ý, dự báo mới cho năm 2024 cho thấy doanh thu thuần Q4/2024 đạt 3.306 tỷ đồng, tăng 38% so với cùng kỳ và lợi nhuận thuần đạt 391 tỷ đồng, tăng đáng kể 720% so với mức nền rất thấp trong Q4/2023.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 4% trong 1 tháng qua, VHC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,7 lần, cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 9,3 lần.

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu 91.600đ (tiềm năng tăng giá 31%) nhờ tác động từ việc điều chỉnh (chủ yếu giảm) đối với dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 và tăng giả định WACC được bù đắp bằng việc chuyển cơ sở định giá sang cuối năm 2025. 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.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	2,584	1,398	1,811 ▲	2,013	2,161
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,977	919	1,195	1,349	1,437
EPS ĐC (đồng)	10,780	5,000	5,337 ▼	6,024 ▼	6,417 ▼
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
BVPS (đồng)	41,036	44,629	43,865 ▼	49,412 ▼	55,193 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.68	10.8	9.76	8.46	7.77
P/E ĐC (lần)	6.49	14.0	13.1	11.6	10.9
Lợi suất cổ tức (%)	2.86	2.86	2.86	2.86	2.86
P/B (lần)	1.71	1.57	1.60	1.42	1.27
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	78.5	(53.6)	6.74	12.9	6.53
ROAE (%)	29.7	11.6	13.2	12.9	12.3

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

Thị trường Mỹ dẫn dắt tăng trưởng doanh thu

HSC duy trì quan điểm tích cực và khuyến nghị Mua vào đối với VHC, được hỗ trợ bởi nền tảng kinh doanh tốt sau sự phục hồi mạnh mẽ trong năm 2024 và tiếp tục cải thiện trong giai đoạn năm 2025-2026 nhờ: (1) xuất khẩu sang thị trường Mỹ tiếp tục đà tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2025; (2) tỷ suất lợi nhuận gộp tiếp tục mở rộng nhờ chi phí nuôi trồng giảm, và chi phí thức ăn chăn nuôi thấp hơn; và (3) đa dạng hóa lợi nhuận với sự đóng góp ngày càng tăng từ collagen & gelatin, cũng như từ mảng thức ăn chăn nuôi, trái cây sấy và đông lạnh. Tại giá mục tiêu 91.600đ, tiềm năng tăng giá là 31%.

Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện, thị trường Mỹ dẫn dắt sự phục hồi trong năm nay

VHC đã công bố KQKD Q3/2024 tích cực với doanh thu thuần đạt 3.278 tỷ đồng (tăng 22% so với cùng kỳ) và lợi nhuận thuần đạt 321 tỷ đồng (tăng 68% so với cùng kỳ). Doanh thu tăng trưởng mạnh chủ yếu là nhờ doanh thu cá tra tăng 32,6% so với cùng kỳ và lợi nhuận thuần tăng nhờ doanh thu tăng mạnh và tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện.

Tính chung 9 tháng đầu năm 2024, doanh thu thuần đạt 9.329 tỷ đồng (tăng 22% so với cùng kỳ) và lợi nhuận thuần đạt 804 tỷ đồng (giảm 5,3% so với cùng kỳ) chủ yếu do KQKD kém tích cực trong nửa đầu năm 2024. VHC không ghi nhận bất kỳ khoản mục không thường xuyên nào trong kỳ.

Bảng 12: KQKD Q3/2024 & 9 tháng đầu năm 2024, VHC

Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng trong 3 quý liên tiếp & đạt 17,7% trong Q3/2024

Tỷ đồng	Q3/2023	Q3/2024	% so với cùng kỳ	9T2023	9T2024	% so với cùng kỳ
Doanh thu thuần	2,698	3,278	21.5%	7,643	9,329	22%
Giá vốn hàng bán	(2,413)	(2,699)	11.9%	(6,394)	(8,016)	25%
Lợi nhuận gộp	285	579	103.1%	1,249	1,314	5%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	10.6%	17.7%		16.3%	14.1%	
Lợi nhuận HĐ tài chính	70	(25)		112	108	-3%
Chi phí QL&BH	(134)	(161)	19.7%	(369)	(437)	18%
Chi phí QL&BH/ Doanh thu	5.0%	4.9%		4.8%	4.7%	-3%
Lợi nhuận HĐ	221	394	78%	993	987	-1%
Thu nhập thuần khác	8	8	-6%	16	29	82%
LNTT	229	402	75%	1,010	1,011	0%
Lợi nhuận thuần	191	321	68.2%	849	804	-5%

Nguồn: VHC

Bảng 13: Cơ cấu doanh thu thuần theo sản phẩm, VHC

Doanh thu cá tra tăng mạnh 32,6% so với cùng kỳ trong Q3/2024

Tỷ đồng	Q3/2023	Q3/2024	% so với cùng kỳ	9T2023	9T2024	% so với cùng kỳ
Cá tra	1,442	1,912	32.6%	4,328	5,099	17.8%
Phụ phẩm	523	448	-14.3%	1,305	1,345	3.1%
Collagen & gelatin	159	174	9.4%	506	631	24.7%
Sản phẩm GTGT	42	46	9.5%	102	116	13.7%
Khác	468	641	37.0%	1,315	2,093	59.2%
Tổng	2,634	3,221	22.3%	7,556	9,284	22.9%

Nguồn: VHC

Doanh thu cá tra tăng trưởng ấn tượng

Trong Q3/2024, doanh thu cá tra đạt 1.912 tỷ đồng, tăng trưởng ấn tượng 32,6% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ sản lượng xuất khẩu tăng mạnh trong khi giá xuất khẩu bình quân vẫn giảm 2% so với cùng kỳ. Doanh thu collagen & gelatin và doanh thu sản phẩm giá trị gia tăng cũng tăng vững chắc đạt lần lượt 174 tỷ đồng (tăng 9,4% so với cùng kỳ) và 46 tỷ đồng (tăng 9,5% so với cùng kỳ). Doanh thu các sản phẩm khác (thức ăn chăn nuôi, mỡ cá, trái cây và rau đông lạnh) cũng tăng ấn tượng 37% so với cùng kỳ đạt 641 tỷ đồng.

Thị trường Mỹ dẫn dắt tăng trưởng

Trong Q3/2024, doanh thu xuất khẩu sang Mỹ tăng ấn tượng 54% so với cùng kỳ đạt 1.145 tỷ đồng, đóng góp 35,5% tổng doanh thu (từ mức 28,2% trong Q3/2023). Ngược lại, doanh thu xuất khẩu sang Trung Quốc giảm 29,5% so với cùng kỳ đạt 292 tỷ đồng, đóng góp 9,1% tổng doanh thu (giảm so với mức 15,7% trong Q3/2023). Doanh thu xuất khẩu sang EU và phần còn lại của thế giới vẫn duy trì ổn định, tăng 12,6% so với cùng kỳ đạt 502 tỷ đồng.

Bảng 14: Cơ cấu doanh thu thuần theo thị trường, VHC

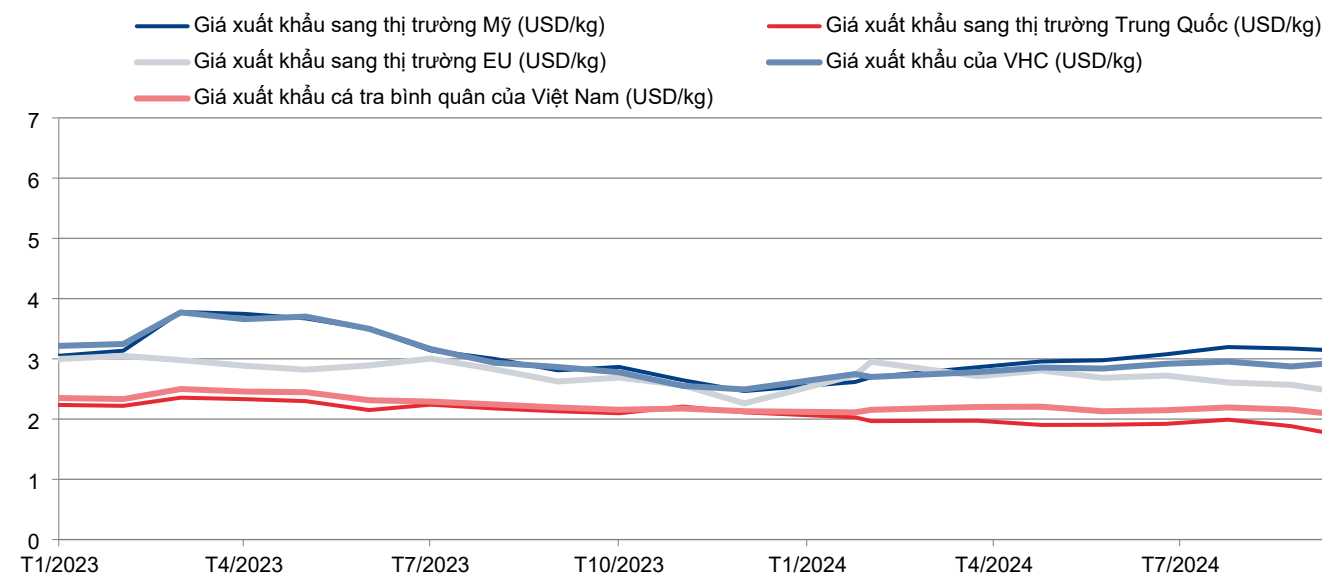
Doanh thu sang thị trường Mỹ tăng 54% so với cùng kỳ trong Q3/2024

Tỷ đồng	% so với cùng kỳ	Q3/2023	Q3/2024	% so với cùng kỳ	9T2023	9T2024	% so với cùng kỳ
Mỹ	28.6%	743	1,145	54.1%	2,377	2,917	22.7%
EU	-26.3%	446	502	12.6%	1,356	1,592	17.4%
Trung Quốc	-41.9%	414	292	-29.5%	964	931	-3.4%
Các thị trường khác	24.7%	1,031	1,282	24.3%	2,858	3,844	34.5%
Tổng	5.9%	2,634	3,221	22.3%	7,555	9,284	22.9%

Nguồn: VHC

Biểu đồ 15: Giá xuất khẩu cá tra sang các thị trường khác nhau, Việt Nam & VHC

Giá xuất khẩu bình quân của VHC trong tháng 9/2024 tăng 3% so với cùng kỳ, theo sát xu hướng giá của Mỹ



Nguồn: Agromonitor

Tốc độ giảm của giá xuất khẩu bình quân đã chậm lại

Tốc độ giảm của giá xuất khẩu bình quân của VHC đã chậm lại đáng kể, chuyển từ mức giảm 20% so với cùng kỳ trong nửa đầu năm 2024 xuống chỉ còn giảm 2% trong Q3/2024.

Đáng chú ý, vào tháng 9/2024, giá xuất khẩu bình quân tại VHC đã chuyển biến tích cực, tăng 3,4% so với cùng kỳ. Mặc dù giá xuất khẩu bình quân 9 tháng đầu năm 2024 giảm khoảng 13,2% so với cùng kỳ đối với VHC nhưng xu hướng tăng đang mạnh lên, báo hiệu một triển vọng tích cực trong tương lai.

Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng mạnh

Trong Q3/2024, lợi nhuận gộp tăng mạnh 103% so với cùng kỳ đạt 579 tỷ đồng nhờ doanh thu tăng mạnh và tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện lên mức 17,7% so với mức 10,6% trong Q3/2023. Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện có thể là do chi phí nuôi giảm xuống nhờ giá thức ăn chăn nuôi giảm khoảng 13% so với cùng kỳ. So với tỷ suất lợi nhuận gộp 14,4% trong Q2/2024, tỷ suất lợi nhuận gộp Q3/2024 đã tăng 330 điểm cơ bản nhờ giá xuất khẩu bình quân tăng 2%.

Lỗ tỷ giá cao

Trong Q3/2024, VHC ghi nhận lỗ tài chính 25 tỷ đồng, so với lợi nhuận tài chính 70 tỷ đồng trong Q3/2023. Nguyên nhân chủ yếu là do lỗ tỷ giá 32 tỷ đồng, so với lãi tỷ giá 11 tỷ đồng trong Q3/2023.

Chi phí bán hàng tăng mạnh

Trong Q3/2024, chi phí bán hàng tăng 56,8% so với cùng kỳ lên 90 tỷ đồng, chủ yếu do chi phí vận chuyển và thuê ngoài tăng 240,3% so với cùng kỳ do xung đột ở Trung Đông. Trong khi đó, chi phí quản lý giảm 8% so với cùng kỳ xuống 71 tỷ đồng. Nhìn chung, chi phí quản lý & bán hàng trong Q3/2024 tăng 19,7% so với cùng kỳ lên 161 tỷ đồng, dẫn đến tỷ lệ chi phí quản lý & bán hàng/doanh thu là 4,9%, giảm so với mức 5,0% trong Q3/2023.

Dự báo lợi nhuận mới

HSC duy trì dự báo cho năm 2024 với doanh thu đạt 12.636 tỷ đồng (tăng trưởng 25,9%) và lợi nhuận thuần đạt 1.195 tỷ đồng (tăng trưởng 30%) mặc dù có một số điều chỉnh đối với tỷ suất lợi nhuận gộp tổng hợp, tỷ lệ chi phí quản lý & bán hàng/doanh thu và lợi ích của cổ đông thiểu số dựa trên KQKD thực hiện 9 tháng đầu năm 2024.

Dự báo mới cho năm 2024 của chúng tôi cho thấy doanh thu thuần Q4/2024 đạt 3.306 tỷ đồng, tăng 38% so với cùng kỳ và lợi nhuận thuần đạt 391 tỷ đồng, tăng đáng kể 720% so với mức nền rất thấp trong Q4/2023. Tỷ suất lợi nhuận gộp Q4/2024 dự báo đạt mức 17,0% (so với 8,2% trong Q4/2023).

Trong khi đó, dựa trên KQKD thực hiện 9 tháng đầu năm 2024 và các xu hướng cơ bản liên quan đến triển vọng, HSC gần như giữ nguyên các dự báo thuần cho năm 2025-2026 và điều chỉnh một số giả định. Những thay đổi chính chủ yếu là do giảm bình quân 14,9% doanh thu phụ phẩm trong khi tăng bình quân 8,5% doanh thu collagen & gelatin. Chúng tôi cũng giảm nhẹ (0,1 điểm phần trăm) dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp tổng hợp cho năm 2025-2026 sau khi điều chỉnh các giả định về giá xuất khẩu.

Dự báo mới của chúng tôi cho thấy tăng trưởng vững chắc trong năm 2025, đạt 1.349 tỷ đồng (tăng trưởng 12,9%) sau đó tăng trưởng 6,5% trong năm 2026 đạt 1.437 tỷ đồng. Nói chung, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 16% (so với mức nền của năm 2023) và 2 năm đạt 9,9%.

Bảng 16: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026, VHC

Dựa trên lợi nhuận thực tế trong 9 tháng đầu năm 2024 cũng như triển vọng thị trường, chúng tôi duy trì phần lớn dự báo lợi nhuận 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 thuần	12,612	12,636	25.9%	0.2%	13,990	14,004	10.8%	0.1%	15,385	15,464	10.4%	0.5%
Lợi nhuận thuần	1,199	1,195	30.0%	-0.3%	1,343	1,349	12.9%	0.4%	1,421	1,437	6.5%	1.1%

Nguồn: HSC

Bảng 17: Điều chỉnh dự báo doanh thu, VHC

HSC giảm bình quân 14% dự báo doanh thu mảng phụ phẩm trong khi nâng dự báo doanh thu đối với mảng collagen & gelatin và doanh thu 'khác'

Tỷ đồng	2024				2025				2026			
	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh
Cá tra phi lê	6,602	6,713	21.2%	1.7%	7,276	7,277	8.4%	0.0%	7,854	7,740	6.4%	-1.5%
Collagen & gelatin	806	824	14.4%	2.2%	852	943	14.5%	10.7%	920	1,009	7.0%	9.7%
Phụ phẩm	2,066	1,867	11.8%	-9.7%	2,240	1,920	2.9%	-14.3%	2,366	2,037	6.1%	-13.9%
Khác	3,138	3,232	53.4%	3.0%	3,622	3,864	19.5%	6.7%	4,245	4,678	21.1%	10.2%

Nguồn: HSC

Bảng 18: Điều chỉnh giả định tỷ suất lợi nhuận & tỷ lệ chi phí BH&QL/doanh thu, VHC

HSC giảm đáng kể giả định tỷ suất lợi nhuận gộp cho năm 2024 dựa trên kết quả thực tế trong 9 tháng đầu năm, nhưng chỉ giảm nhẹ 0,1 điểm phần trăm giả định tỷ suất lợi nhuận gộp mỗi năm cho giai đoạn 2025-2026. Ngoài ra, chúng tôi giảm nhẹ giả định tỷ suất lợi nhuận thuần năm 2024-2025, chủ yếu sau khi nâng giả định lợi ích của cổ đông thiểu số

	2024			2025			2026		
	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Điều chỉnh
Tỷ suất lợi nhuận gộp	15.4%	14.8%	-0.6 điểm %	16.5%	16.5%	-0.1 điểm %	16.2%	16.1%	-0.1 điểm %
Chi phí BH&QL/Doanh thu	5.2%	4.7%	-0.5 điểm %	5.6%	5.6%	0.0 điểm %	5.6%	5.6%	0.0 điểm %
Tỷ suất LNTT	11.8%	11.5%	-0.3 điểm %	12.0%	11.9%	-0.1 điểm %	11.5%	11.5%	-0.1 điểm %
Tỷ suất lợi nhuận thuần	9.5%	9.2%	-0.3 điểm %	9.6%	9.4%	-0.1 điểm %	9.2%	9.1%	-0.1 điểm %

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và giá mục tiêu 91.600đ (tiềm năng tăng giá 31%).

Những giả định cơ bản như sau:

- Điều chỉnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026.
- Trong mô hình định giá DCF, giả định lãi suất phi rủi ro là 4,0%, phần bù rủi ro vốn CSH là 7,5% (giảm từ 8,5% trước đó, sử dụng thống nhất theo HSC) và beta là 1,3 (giảm từ 1,1 trước đó theo cập nhật từ Bloomberg). Theo đó, giả định WACC là 12,0% (so với 11,2% trước đó).
- Tiếp tục sử dụng tốc độ tăng trưởng dài hạn 2,0%.
- HSC cũng chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025.

Chúng tôi tóm tắt tính toán và giả định định giá trong Bảng 19-21. Chúng tôi cũng thực hiện phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định lãi suất phi rủi ro và tốc độ tăng trưởng dài hạn trong Bảng 22.

Bảng 19: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, VHC

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
EBIT	1,517	1,620	1,795	1,980	2,197
Thu nhập thuần trừ nợ vay	1,264	1,350	1,493	1,643	1,824
Cộng: Khấu hao	496	541	503	510	563
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(619)	(668)	(515)	(540)	(488)
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	1,077	(233)	(366)	189	(22)
UFCF	2,217	990	1,115	1,803	1,877

Nguồn: HSC

Bảng 20: Tính toán WACC, VHC

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.5%
Beta	1.3
Chi phí vốn CSH	13.8%
Lãi suất bình quân	8.0%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	15.0%
Chi phí nợ	6.8%
Tỷ trọng của vốn CSH	25.0%
WACC	12.0%

Nguồn: HSC

Bảng 21: Định giá DCF, VHC

Tỷ đồng	Giá trị
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2.0%
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2029	6,465
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	12,154
Tổng giá trị hiện tại	18,619
Cộng: Tiền mặt + Đầu tư ngắn hạn	4,023
Trừ: Tổng nợ	(1,713)
Trừ: Lợi ích của cổ đông thiểu số	(419)
Giá trị của vốn CSH	20,510
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	224
Giá trị hợp lý của cp (đ/cp)	91,600

Nguồn: HSC

Bảng 22: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với 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%	91,500	94,500	97,900	101,700	105,900
	3.5%	88,800	91,500	94,600	98,100	101,900
	4.0%	86,200	88,800	91,600	94,700	98,200
	4.5%	83,800	86,200	88,800	91,700	94,900
	5.0%	81,600	83,800	86,200	88,900	91,800

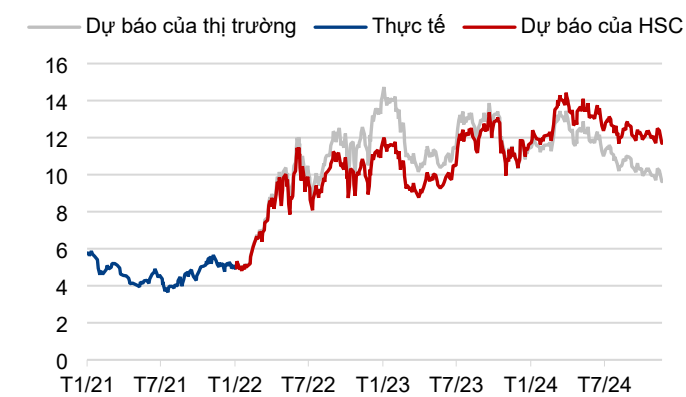
Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Ở thị giá hiện tại, VHC giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,7 lần, cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 9,3 lần.

Biểu đồ 23: P/E trượt dự phóng 1 năm, VHC

VHC hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,7 lần...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 24: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, VHC

...cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 9,4 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	12,636	14,004	15,464
Lợi nhuận gộp	2,974	1,493	1,913	2,302	2,487
Chi phí BH&QL	(721)	(524)	(594)	(785)	(867)
Thu nhập khác	34.4	50.0	65.8	0	0
Chi phí khác	(30.7)	(23.2)	(27.2)	0	0
EBIT	2,257	996	1,358	1,517	1,620
Lãi vay thuần	63.3	148	144	178	186
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0.22	0.80	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	2,320	1,145	1,502	1,695	1,806
Chi phí thuế TNDN	(306)	(171)	(225)	(254)	(270)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(37.7)	(54.6)	(82.3)	(92.9)	(99.0)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	1,977	919	1,195	1,349	1,437
Lợi nhuận thuần ĐC	1,977	919	1,195	1,349	1,437
EBITDA ĐC	2,584	1,398	1,811	2,013	2,161
EPS (đồng)	10,780	5,000	6,389	6,024	6,417
EPS ĐC (đồng)	10,780	5,000	5,337	6,024	6,417
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	183	184	187	224	224
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	183	187	224	224	224
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	183	187	224	224	224

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	554	233	209	363	600
Đầu tư ngắn hạn	1,767	2,069	2,069	3,660	4,392
Phải thu khách hàng	2,432	1,578	2,553	2,572	2,779
Hàng tồn kho	2,713	3,763	4,388	3,448	3,571
Các tài sản ngắn hạn khác	172	245	228	259	314
Tổng tài sản ngắn hạn	7,638	7,888	9,446	10,301	11,656
TSCĐ hữu hình	3,088	3,081	3,355	3,540	3,730
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	459	438	442
Tổng tài sản dài hạn	3,942	4,054	4,311	4,448	4,614
Tổng cộng tài sản	11,580	11,943	13,757	14,748	16,270
Nợ ngắn hạn	2,214	2,157	2,035	1,535	1,535
Phải trả người bán	448	309	451	475	514
Nợ ngắn hạn khác	732	617	729	812	900
Tổng nợ ngắn hạn	3,694	3,233	3,415	3,071	3,199
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	3,610	3,266	3,394
Vốn chủ sở hữu	7,525	8,348	9,822	11,064	12,358
Lợi ích cổ đông thiểu số	171	244	326	419	518
Tổng vốn chủ sở hữu	7,696	8,591	10,148	11,482	12,876
Tổng nợ phải trả và VCSH	11,580	11,943	13,757	14,748	16,270
BVPS (đ)	41,036	44,629	43,865	49,412	55,193
Nợ thuần/(tiền mặt)	1,835	2,026	2,004	1,350	1,113

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	2,257	996	1,358	1,517	1,620
Khấu hao	(327)	(402)	(454)	(496)	(541)
Lãi vay thuần	63.3	148	144	178	186
Thuế TNDN đã nộp	(63.0)	(315)	(225)	(254)	(270)
Thay đổi vốn lưu động	(1,592)	(470)	(1,356)	1,077	(233)
Khác	270	(67.0)	(165)	(16.5)	(17.9)
LCT thuần từ HKKD	1,199	546	65.1	2,819	1,641
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	373	401	413
LCT thuần từ HĐĐT	(1,507)	(793)	(292)	(218)	(256)
Cổ tức trả cho CSH	0	0	0	0	0
Thu từ phát hành CP	184	56.7	0	0	0
Tăng/giảm nợ	485	(129)	204	(2,447)	(1,148)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	669	(72.5)	204	(2,447)	(1,148)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	195	554	233	209	363
LCT thuần trong kỳ	361	(320)	(23.7)	154	237
Ảnh hưởng của tỷ giá	(2.76)	(1.58)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	554	232	209	363	600
Dòng tiền tự do	84.8	(131)	(601)	2,200	972

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	15.1	16.4	16.1
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	19.5	13.9	14.3	14.4	14.0
Tỷ suất LNT (%)	14.9	9.16	9.46	9.63	9.29
Thuế TNDN hiện hành (%)	13.2	15.0	15.0	15.0	15.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	46.2	(24.2)	25.9	10.8	10.4
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	75.0	(45.9)	29.6	11.1	7.37
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	79.9	(53.5)	30.0	12.9	6.53
Tăng trưởng EPS (%)	78.5	(53.6)	27.8	(5.72)	6.53
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	78.5	(53.6)	6.74	12.9	6.53
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	18.6	40.0	31.3	33.2	31.2
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	29.7	11.6	13.2	12.9	12.3
ROACE (%)	32.4	12.0	14.3	13.8	13.1
Vòng quay tài sản (lần)	1.30	0.85	0.98	0.98	1.00
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.53	0.55	0.05	1.86	1.01
Số ngày tồn kho	96.5	161	149	108	100
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	20.7	12.5	9.26
Nợ/tài sản (%)	20.8	19.1	16.3	11.8	10.7
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.93	1.63	1.24	0.86	0.81
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.07	2.44	2.77	3.35	3.64
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.11	1.51	1.40	1.22	1.09
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.68	10.8	9.76	8.46	7.77
P/E (lần)	6.49	14.0	11.0	11.6	10.9
P/E ĐC (lần)	6.49	14.0	13.1	11.6	10.9
P/B (lần)	1.71	1.57	1.60	1.42	1.27
Lợi suất cổ tức (%)	2.86	2.86	2.86	2.86	2.86

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

Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ59,300 (giữ nguyên)

Tiềm năng tăng/giảm: 29.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (19/11/2024) 45,750

Mã Bloomberg FMC VN

Giá cao/thấp 52 tuần (đ) 41,186-52,600

GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ) 45,967

Vốn hóa thị trường (tỷ đ) 2,992

Vốn hóa trị trường (tr.USD) 118

Slg CP lưu hành (tr.đv) 65.4

Slg CP NN được sở hữu (tr.đv) 32.0

Slg CP NN được mua (tr.đv) 12.4

Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN 49.0%

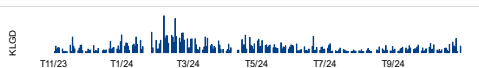
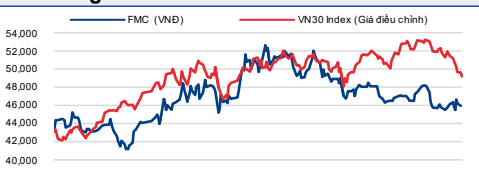
Tỷ lệ sở hữu của NN 30.0%

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 (4.98) (5.18) 6.12

So với chỉ số 2.83 (2.17) (6.99)

So với ngành - - -

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng) HSC Thị trường % ch.lệch

2024F 4,284 4,883 (12.3)

2025F 5,398 5,644 (4.4)

2026F 5,661 5,870 (3.6)

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

Giảm dự báo do tăng giả định chi phí bán hàng

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với FMC với giá mục tiêu 59.300đ (tiềm năng tăng giá 30%) nhờ tác động tích cực của việc lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang cuối năm 2025 đã bù đắp cho tác động tiêu cực của việc giảm dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026 và tăng nhẹ giả định WACC.
- Mặc dù tăng dự báo doanh thu nhưng chúng tôi giảm 18% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024 và giảm bình quân 9% cho năm 2025-2026 do thuế chống trợ cấp mới được áp dụng. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 10,3%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 5% trong 1 tháng & 3 tháng qua, FMC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,7 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 9,5 lần.

Sự kiện: Phân tích KQKD 9 tháng đầu năm 2024

Doanh thu thuần 9 tháng đầu năm 2024 của FMC đạt 5.549 tỷ đồng, tăng 45% so với cùng kỳ, và lợi nhuận thuần đạt 196 tỷ đồng, tăng 1% so với cùng kỳ và đạt 58% dự báo doanh thu cho cả năm 2024 của HSC. Tăng trưởng doanh thu được thúc đẩy bởi doanh thu xuất khẩu tôm tăng 46,8% so với cùng kỳ trong khi tăng trưởng lợi nhuận thuần khiêm tốn chủ yếu là do chi phí tăng.

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

Sau khi xem xét KQKD 9 tháng đầu năm 2024, HSC tăng 17,9% dự báo doanh thu cho năm 2024 lên 6.940 tỷ đồng (tăng trưởng 36,4%). Sản lượng xuất khẩu tôm dự kiến tăng 25% so với cùng kỳ đạt 21.759 tấn và giá xuất khẩu bình quân tăng 10,5% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, chúng tôi giảm 18% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 xuống 280 tỷ đồng (tăng trưởng 1,5%), chủ yếu do chi phí bán hàng tăng. Tỷ lệ chi phí quản lý & bán hàng/doanh thu hiện được dự kiến là 5,7%, tăng so với dự báo 4,5% trước đó.

Chúng tôi cũng tăng bình quân 13,6% dự báo doanh thu cho năm 2025-2026 nhờ tăng giả định sản lượng xuất khẩu và giá bán bình quân. Tuy nhiên, một lần nữa, chúng tôi giảm bình quân 9% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026, chủ yếu do chi phí bán hàng tăng từ việc áp dụng thuế chống trợ cấp mới.

Theo dự báo mới cho giai đoạn 2024-2026 – thấp hơn 7% so với bình quân thị trường – lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 10,3% (so với 15,4% trong dự báo trước đó). Lưu ý, dự báo mới cho năm 2024 của chúng tôi cho thấy doanh thu thuần Q4/2024 đạt 1.391 tỷ đồng, tăng 9,7% so với cùng kỳ và lợi nhuận thuần đạt 84 tỷ đồng, tăng 2,6% so với 82 tỷ đồng trong Q4/2023.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 5% trong cả 1 tháng & 3 tháng qua, FMC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,7 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 9,5 lần.

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với FMC với giá mục tiêu 59.300đ nhờ tác động tích cực của việc chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025 đã bù đắp cho tác động tiêu cực của việc giảm dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026 và tăng nhẹ giả định WACC. Tại giá mục tiêu, tiềm năng tăng giá là 30%.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	401	447	502	583 ▲	594 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	308	276	280 ▼	353 ▼	370 ▼
EPS ĐC (đồng)	4,703	4,222	4,284 ▼	5,398 ▼	5,661 ▼
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
BVPS (đồng)	29,423	31,026	33,309	36,707	40,368
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.29	7.52	6.71	5.90	5.99
P/E ĐC (lần)	9.73	10.8	10.7	8.48	8.08
Lợi suất cổ tức (%)	4.37	4.37	4.37	4.37	4.37
P/B (lần)	1.55	1.47	1.37	1.25	1.13
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	15.2	(10.2)	1.46	26.0	4.87
ROAE (%)	16.6	14.0	13.3	15.4	14.7

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

Doanh thu dự báo sẽ tiếp tục đà tăng trưởng tích cực

HSC cho rằng hoạt động kinh doanh cốt lõi của FMC vẫn duy trì ổn định, được hỗ trợ bởi đà tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ nhờ nhu cầu toàn cầu được cải thiện và công suất hoạt động tăng tại các nhà máy mới của công ty. Tuy nhiên, thuế chống trợ cấp mới được áp dụng ở mức 2,84% có thể sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận thuần trong tương lai. Sau khi giá cổ phiếu giảm 5% trong 1 tháng & 3 tháng qua, FMC đang có định giá hấp dẫn, giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,7 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 9,5 lần. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu 59.300đ (tiềm năng tăng giá 30%).

9 tháng đầu năm 2024: Doanh thu tăng mạnh, tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện giúp bù đắp chi phí tăng

FMC gần đây đã công bố KQKD Q3 và 9 tháng đầu năm 2024. Doanh thu thuần 9 tháng đầu năm 2024 của FMC đạt 5.549 tỷ đồng, tăng 45% so với cùng kỳ, và lợi nhuận thuần đạt 196 tỷ đồng, tăng 1% so với cùng kỳ và đạt 58% dự báo cũ cho cả năm 2024 của HSC. Tăng trưởng doanh thu được thúc đẩy bởi doanh thu xuất khẩu tôm tăng 46,8% so với cùng kỳ trong khi tăng trưởng lợi nhuận thuần khiêm tốn chủ yếu là do chi phí tăng.

Nếu không tính đến tác động của thuế và các khoản mục không thường xuyên (không gồm thuế) khác trong tất cả các kỳ, lợi nhuận 9 tháng đầu năm 2024 đạt 215 tỷ đồng, tăng 11% so với 196 tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm 2023.

Bảng 25: KQKD 8 tháng đầu năm 2024, FMC

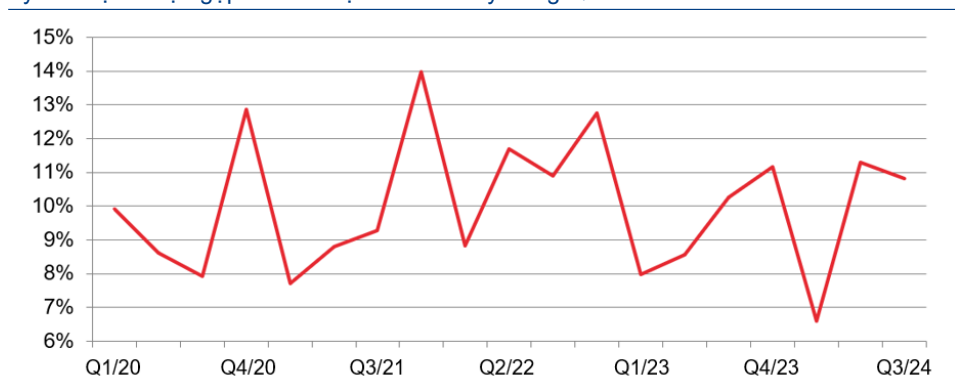
Tính chung 9 tháng đầu năm 2024, tỷ suất lợi nhuận gộp đã cải thiện nhưng tỷ lệ chi phí QL&BH/doanh thu cũng tăng đáng kể

Tỷ đồng	Q3/2023	Q3/2024	% so với cùng kỳ	9T2023	9T2024	% so với cùng kỳ
Doanh thu thuần	1,793	2,845	59%	3,835	5,549	45%
Giá vốn hàng bán	(1,609)	(2,537)	58%	(3,482)	(5,004)	44%
Lợi nhuận gộp	184	308	67%	353	545	54%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	10.3%	10.8%		9.2%	9.8%	
Lợi nhuận tài chính	(11)	(27)	153%	(0)	6	-1692%
Chi phí QL&BH	(86)	(190)	121%	(138)	(319)	132%
Chi phí QL&BH/Doanh thu	4.8%	6.7%		3.6%	5.7%	
Thu nhập thuần khác	0	(0)		1	(0)	
LNTT	88	91	3%	216	232	7%
Lợi nhuận thuần	82	80	-2%	194	196	1%

Nguồn: FMC

Biểu đồ 26: Tỷ suất lợi nhuận gộp theo quý, FMC

Tỷ suất lợi nhuận gộp đã cải thiện từ mức đáy trong Q1/2024



Nguồn: FMC, HSC

Sản lượng tôm xuất khẩu và giá xuất khẩu bình quân tăng ấn tượng

Tính chung 9 tháng đầu năm 2024, doanh thu từ xuất khẩu tôm đạt tổng cộng 5.438 tỷ đồng, tăng mạnh 46,8% so với cùng kỳ, được hỗ trợ bởi sản lượng xuất khẩu tăng 32,4% so với cùng kỳ và giá xuất khẩu bình quân tăng 10,9% so với cùng kỳ. Tính chung 9 tháng đầu năm 2024, doanh thu xuất khẩu nông sản đạt 11 tỷ đồng, giảm 15,5% so với cùng kỳ. Sản lượng xuất khẩu giảm 5,7% so với cùng kỳ xuống 1.042 tấn và giá xuất khẩu bình quân giảm 10,4% so với cùng kỳ, dẫn đến tỷ suất lợi nhuận gộp là 22,2%, giảm so với mức 27,5% trong 9 tháng đầu năm 2023.

Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng mạnh

Tỷ suất lợi nhuận gộp của FMC đã tăng mạnh trong ba quý vừa qua, tăng từ mức thấp 6,6% trong Q1/2024 lên 11,3% trong Q2/2024 và 10,8% trong Q3/2024. Tỷ suất lợi nhuận gộp trong 9 tháng đầu năm 2024 bình quân là 9,8%, so với 9,2% trong 9 tháng đầu năm 2023.

Sự cải thiện về tỷ suất lợi nhuận gộp trong ba quý vừa qua là nhờ sản lượng xuất khẩu tăng (tăng 32,4% so với cùng kỳ) giúp giảm chi phí cố định trên mỗi đơn vị cũng như nhờ giá xuất khẩu bình quân tăng 10,9% so với cùng kỳ. Theo phân khúc, tỷ suất lợi nhuận gộp của tôm tăng lên mức 9,6%, so với 8,6% trong 9 tháng đầu năm 2023.

Thuế chống trợ cấp và CBPG cũng như chi phí vận chuyển tăng ảnh hưởng đến lợi nhuận

Thuế chống trợ cấp ở mức 2,84%

Vào ngày 22/10, Bộ Thương mại Mỹ đã công bố kết quả chính thức của cuộc điều tra CBPG đối với tôm nước ấm đông lạnh từ Ecuador và Indonesia và cuộc điều tra chống trợ cấp đối với tôm nước ấm đông lạnh từ Ecuador, Ấn Độ, Indonesia và Việt Nam. Theo đó, FMC đã bị áp thuế ở mức 2,84% (cho giai đoạn từ ngày 1/10/2022 đến ngày 30/9/2023) (trước đây không bị áp thuế) và Công ty đã nộp khoản kỳ quỹ thuế chống trợ cấp là 23 tỷ đồng trong Q3/2024, được ghi nhận là chi phí bán hàng.

Ảnh hưởng của thuế CBPG

Trong ba năm qua, FMC thường xuyên phải trích thuế thuế CBPG với thuế suất 4,85% theo hướng dẫn của kiểm toán, và thường hoàn nhập số tiền này vào năm tiếp theo (vì FMC đạt được thỏa thuận với các nguyên đơn của Mỹ để bác bỏ vụ kiện cho giai đoạn đó).

Trong năm 2023, FMC đã trích lập dự phòng 42 tỷ đồng tiền thuế CBPG cho đợt rà soát thứ 19 (giai đoạn từ ngày 1/2/2023 đến 31/1/2024). Tuy nhiên, theo BLĐ, FMC sẽ không hoàn nhập số tiền này trong năm nay do chưa đạt được thỏa thuận với các nguyên đơn của Mỹ. Quyết định chính thức cho đợt rà soát thứ 19 sẽ được đưa ra vào tháng 8/2025, vì vậy khoản hoàn nhập tiền thuế CBPG nếu có, có thể sẽ được ghi nhận trong Q3/2025.

FMC đã dự phòng thêm 49 tỷ đồng tiền thuế CBPG trong 9 tháng đầu năm 2024 cho đợt rà soát thứ 20 (từ ngày 1/2/2024 đến 31/1/2025). Khoản này đã được ghi nhận là chi phí bán hàng trong 9 tháng đầu năm 2024 và chúng ta sẽ cần đợi đợt rà soát tiếp theo (lần thứ 20) để biết liệu FMC có thể hoàn nhập số tiền này hay không.

Chi phí vận chuyển cao do tác động lan rộng của xung đột Trung Đông

Trong 9 tháng đầu năm 2024, chi phí vận chuyển tăng gấp 1,25 lần so với cùng kỳ lên 135 tỷ đồng, chủ yếu do cước vận chuyển container tăng cao do xung đột Trung Đông. Nhìn chung, chi phí bán hàng ở mức 257 tỷ đồng, tăng gấp 2,13 lần so với cùng kỳ do thuế chống trợ cấp mới phát sinh, không có hoàn nhập tiền thuế CBPG và chi phí vận chuyển tăng cao. Trong khi đó, chi phí quản lý ở mức 62 tỷ đồng, tăng 12,7%, tương ứng với doanh thu tăng. Tỷ lệ chi phí quản lý & bán hàng/doanh thu là 5,7%, tăng so với mức 3,6% trong 9 tháng đầu năm 2023.

Lợi ích của cổ đông thiểu số tăng gấp đôi so với cùng kỳ

Lợi ích của cổ đông thiểu số trong 9 tháng đầu năm 2024 đạt 39,8 tỷ đồng, tăng 101% so với cùng kỳ, chủ yếu do lợi nhuận tăng tại công ty con CTCP Khang An (KAF, chưa niêm yết, FMC sở hữu 51,54% cổ phần). LNST của KAF đạt 82 tỷ đồng trong 9 tháng

đầu năm 2024, tăng gấp đôi so với 27 tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm 2023. Trong khi đó, LNST của công ty mẹ đạt 177 tỷ đồng, giảm nhẹ 4,6% so với cùng kỳ.

Dự báo lợi nhuận mới

Sau khi xem xét KQKD 9 tháng đầu năm 2024 và các xu hướng cơ bản, HSC tăng 17,9% dự báo doanh thu cho năm 2024 lên 6.940 tỷ đồng (tăng trưởng 36,4%). Sản lượng xuất khẩu tôm dự kiến tăng 25% so với cùng kỳ đạt 21.759 tấn và giá xuất khẩu bình quân tăng 10,5% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, chúng tôi giảm 18,2% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 xuống 280 tỷ đồng (tăng trưởng 1,5%) chủ yếu do tăng giá định chi phí bán hàng. Tỷ lệ chi phí quản lý & bán hàng/doanh thu hiện được dự kiến là 5,7%, tăng so với dự báo trước đó là 4,5%.

Dự báo mới cho năm 2024 của chúng tôi cho thấy doanh thu thuần Q4/2024 đạt 1.391 tỷ đồng, tăng 11% so với cùng kỳ và lợi nhuận thuần đạt 84 tỷ đồng, tăng 2,6% so với cùng kỳ. Tỷ suất lợi nhuận gộp Q4/2024 dự báo đạt 12,5%, được hỗ trợ bởi giá xuất khẩu bình quân sang thị trường Mỹ và EU cải thiện, trong khi lợi nhuận thuần được hưởng lợi từ việc giảm cước vận chuyển container.

Cho năm 2025-2026, HSC tăng bình quân 13,6% dự báo doanh thu, phản ánh KQKD 9 tháng đầu năm 2024 khả quan và triển vọng được cải thiện cho năm 2025, trong khi giữ nguyên dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2025-2026. Tuy nhiên, chúng tôi giảm bình quân 9% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 chủ yếu do tăng giá định chi phí bán hàng.

Theo dự báo mới cho giai đoạn 2024-2026, lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 10,3% (so với 15,4% trong dự báo trước đó).

Chi phí bán hàng tăng do thuế chống trợ cấp mới được áp dụng

Với mức thuế chống trợ cấp 2,84% mới được áp dụng từ năm 2024, FMC sẽ cần trích lập một khoản dự phòng thuế chống trợ cấp như một khoản chi phí bán hàng mỗi năm, khoản này phụ thuộc vào doanh thu xuất khẩu sang thị trường Mỹ. Trong năm 2024, khoản dự phòng thuế chống trợ cấp là 23 tỷ đồng.

Về khoản dự phòng thuế CBPG, HSC dự báo FMC sẽ ghi nhận khoản hoàn nhập 42 tỷ đồng cho đợt rà soát thứ 19 trong năm 2025 thay vì 2024 như kỳ vọng ban đầu. Tuy nhiên, trong tương lai, chúng tôi giả định FMC sẽ tiếp tục ghi nhận khoản dự phòng thuế CBPG 4,85% hằng năm dưới dạng chi phí bán hàng, với khả năng hoàn nhập vào năm tiếp theo nếu FMC đạt được thỏa thuận với các nguyên đơn tại Mỹ.

Do đó, chúng tôi hiện dự báo tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu sẽ giảm xuống 3,2% trong năm 2025 từ mức 4,5% trong năm 2024, nhờ vào việc hoàn nhập dự phòng thuế CBPG cho đợt rà soát thứ 19, nhưng sẽ tăng lên mức 3,6% từ năm 2026 trở đi do thuế chống trợ cấp mới được áp dụng.

Theo đó, tỷ lệ chi phí quản lý & bán hàng/doanh thu dự báo sẽ ở mức 4,4% trong năm 2025 và 4,8% trong các năm sau đó.

Lợi ích cổ đông thiểu số gia tăng nhờ lợi nhuận từ KAF kỳ vọng tăng

Vì FMC sở hữu 51,54% cổ phần tại KAF nên mức lợi ích cổ đông thiểu số trong Báo cáo kết quả HĐKD của FMC sẽ tỷ lệ thuận với lợi nhuận của KAF. Tính đến cuối Q3/2024, nhà máy chế biến thủy sản Tam An (đưa vào hoạt động từ Q1/2022) thuộc KAF đã hoạt động với khoảng 80% công suất thiết kế, hỗ trợ doanh thu. Ngoài ra, KAF chuyên về các sản phẩm giá trị gia tăng như tôm tẩm bột và tôm nobashi, là những sản phẩm có mức giá cao ổn định. Theo đó, trong 9 tháng đầu năm 2024, KAF đạt lợi nhuận thuần 82 tỷ đồng, tăng so với 27 tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm 2023. HSC kỳ vọng KAF sẽ duy trì công suất hoạt động trên 80% trong những năm tới, thúc đẩy lợi nhuận tiếp tục tăng cao.

Bảng 27: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026, FMC

Cho năm 2025-2026, HSC tăng bình quân 13,6% dự báo doanh thu thuần nhưng giảm bình quân 6,1% dự báo lợi nhuận thuần, chủ yếu do việc tăng giá định chi phí bán hàng

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	5887	6,940	36.4%	17.9%	6482	7,432	7.1%	14.7%	7138	8,037	8.1%	12.6%
Lợi nhuận thuần	341	280	1.5%	-17.9%	372	353	26.0%	-5.1%	425	370	4.9%	-12.9%

Nguồn: HSC

Bảng 28: Giả định doanh thu, FMC

Dựa trên kết quả thực tế trong 9 tháng đầu năm 2024, chúng tôi tăng bình quân lần lượt 10,5% & 4,3% giả định sản lượng tiêu thụ tôm & giả định giá bán bình quân cho năm 2025-2026

	2024				2025				2026			
	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh
Xuất khẩu tôm												
Doanh thu (tỷ đồng)	5,692	6,807	38.1%	19.6%	6,273	7,290	7.1%	16.2%	6,914	7,885	8.1%	14.0%
Sản lượng xuất khẩu (tấn)	19,148	21,759	25.5%	13.6%	20,488	22,847	5.0%	11.5%	21,923	23,989	5.0%	9.4%
Giá xuất khẩu (nghìn đồng/kg)	297	313	10.1%	5.3%	306	319	2.0%	4.3%	315	329	3.0%	4.3%
Xuất khẩu nông sản												
KNXK (tỷ đồng)	195	133	-16.8%	-32.1%	209	142	7.1%	-32.1%	224	152	7.1%	-32.2%
Sản lượng xuất khẩu (tấn)	1,502	1,250	-8.5%	-16.8%	1,577	1,313	5.0%	-16.8%	1,656	1,378	5.0%	-16.8%
Giá xuất khẩu (nghìn đồng/kg)	130	106	-9.1%	-18.5%	133	108	2.0%	-18.7%	135	110	2.0%	-18.3%

Nguồn: HSC

Bảng 29: Điều chỉnh giả định tỷ suất lợi nhuận & tỷ lệ chi phí QL&BH/doanh thu, FMC

HSC điều chỉnh tăng giả định tỷ suất lợi nhuận gộp. Tuy nhiên, việc tăng giả định tỷ lệ chi phí QL&BH/doanh thu và tăng giả định lợi ích của cổ đông thiểu số làm giảm dự báo tỷ suất LNTT & tỷ suất lợi nhuận thuần

	2024			2025			2026		
	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Điều chỉnh
Tỷ suất lợi nhuận gộp	10.0%	10.3%	0.3%	10.0%	10.0%	0.0%	10.2%	10.2%	0.0%
Chi phí QL&BH / Doanh thu	4.5%	5.7%	1.2%	4.5%	4.4%	-0.1%	4.5%	4.8%	0.3%
Tỷ suất LNTT	6.5%	4.8%	-1.7%	6.5%	5.8%	-0.7%	6.7%	5.6%	-1.1%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	5.8%	4.0%	-1.8%	5.7%	4.7%	-1.0%	6.0%	3.9%	-2.0%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu 59.300đ (tiềm năng tăng giá 30%).

Những giả định cơ bản như sau:

- Giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026, như đã trình bày chi tiết ở trên.
- Trong mô hình định giá DCF, giả định lãi suất phi rủi ro là 4,0%, phần bù rủi ro vốn CSH là 7,5% (giảm từ 8,5% trước đó, thống nhất nội bộ HSC) và beta là 1,0 (giảm từ 0,8 trước đó sau khi cập nhật từ Bloomberg). Theo đó, giả định WACC là 9,4% (so với 8,9% trước đó).
- Tiếp tục sử dụng tốc độ tăng trưởng dài hạn 2,0%.
- Chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025.

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

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
EBIT	415	436	476	521	569
Thu nhập thuần trừ nợ vay	403	424	462	506	553
Cộng: Khấu hao	168	158	176	198	221
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(143)	(143)	(143)	(143)	(143)
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	(44)	(271)	(178)	(255)	(322)
UFCF	383	167	317	305	308

Nguồn: HSC

Bảng 31: Tính toán WACC, FMC

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.5%
Beta	1.0
Chi phí vốn CSH	11.5%
Lãi suất bình quân	4.5%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	2.8%
Chi phí nợ	4.4%
Tỷ trọng của vốn CSH	30.0%
WACC	9.4%

Nguồn: HSC

Bảng 32: Định giá DCF, FMC

Tỷ đồng	Giá trị
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2.0%
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2029	1,250
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	2,986
Tổng giá trị hiện tại	4,236
Cộng: Tiền mặt + Đầu tư ngắn hạn	757
Trừ: Tổng nợ	(815)
Trừ: Lợi ích của cổ đông thiểu số	(300)
Giá trị của vốn CSH	3,877
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	65
Giá trị hợp lý của cp (đ/cp)	59,300

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%	1.50%	2.0%	2.5%	3.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	52,900	58,400	65,600	75,400	89,300
	3.5%	50,800	55,800	62,300	70,900	83,000
	4.0%	48,800	53,400	59,300	67,000	77,500
	4.5%	47,000	51,200	56,600	63,400	72,800
	5.0%	45,300	49,200	54,100	60,300	68,500

Nguồn: HSC

HSC trình bày các tính toán và giả định làm cơ sở cho việc định giá trong Bảng 30-32. Chúng tôi cũng thực hiện phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định lãi suất phi rủi ro và tốc độ tăng trưởng dài hạn trong Bảng 33.

Bối cảnh định giá

FMC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,7 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 9,5 lần.

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

FMC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,7 lần...



Nguồn: Bloomberg, HSC

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

...thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 9,5 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	6,940	7,432	8,037
Lợi nhuận gộp	628	493	718	742	822
Chi phí BH&QL	(321)	(201)	(395)	(327)	(386)
Thu nhập khác	5.10	0.99	0.37	0	0
Chi phí khác	(0.49)	(0.04)	(0.66)	0	0
EBIT	311	293	323	415	436
Lãi vay thuần	16.9	11.5	9.90	12.9	12.3
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	328	305	333	428	448
Chi phí thuế TNDN	(8.91)	(2.26)	(2.96)	(12.0)	(12.6)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(12.0)	(26.3)	(49.8)	(62.7)	(65.8)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	308	276	280	353	370
Lợi nhuận thuần ĐC	308	276	280	353	370
EBITDA ĐC	401	447	502	583	594
EPS (đồng)	4,703	4,222	4,284	5,398	5,661
EPS ĐC (đồng)	4,703	4,222	4,284	5,398	5,661
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	452	442	367	253
Đầu tư ngắn hạn	11.1	97.4	195	390	468
Phải thu khách hàng	280	492	506	542	650
Hàng tồn kho	929	1,000	1,284	1,338	1,527
Các tài sản ngắn hạn khác	71.7	86.4	85.2	104	116
Tổng tài sản ngắn hạn	1,877	2,127	2,512	2,740	3,013
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	272	344	379
Tổng tài sản dài hạn	1,112	1,229	1,181	1,227	1,249
Tổng cộng tài sản	2,989	3,356	3,693	3,968	4,262
Nợ ngắn hạn	515	824	815	815	815
Phải trả người bán	82.9	106	125	133	152
Nợ ngắn hạn khác	236	172	257	278	290
Tổng nợ ngắn hạn	863	1,112	1,220	1,251	1,280
Nợ dài hạn	0.84	0.84	1.02	1.10	1.18
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	1.02	1.10	1.18
Tổng nợ phải trả	873	1,122	1,235	1,267	1,297
Vốn chủ sở hữu	1,924	2,029	2,178	2,400	2,640
Lợi ích cổ đông thiểu số	192	205	280	300	324
Tổng vốn chủ sở hữu	2,116	2,234	2,458	2,700	2,964
Tổng nợ phải trả và VCSH	2,989	3,356	3,693	3,968	4,262
BVPS (đ)	29,423	31,026	33,309	36,707	40,368
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(69.0)	373	374	449	564

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	311	293	323	415	436
Khấu hao	(89.4)	(154)	(179)	(168)	(158)
Lãi vay thuần	16.9	11.5	9.90	12.9	12.3
Thuế TNDN đã nộp	(8.91)	(2.26)	(2.96)	(12.0)	(12.6)
Thay đổi vốn lưu động	47.8	(211)	(176)	(65.6)	(278)
Khác	(21.9)	(55.4)	(127)	(128)	(155)
LCT thuần từ HKKD	435	207	218	406	177
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)	71.1	76.1	82.3
LCT thuần từ HĐĐT	(515)	(505)	(170)	(262)	(139)
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	73.0	(88.2)	(21.7)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(101)	163	(57.8)	(219)	(152)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	585	452	442	367	253
LCT thuần trong kỳ	(181)	(135)	(9.32)	(75.2)	(114)
Ảnh hưởng của tỷ giá	(3.48)	1.22	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	401	318	433	292	139
Dòng tiền tự do	(3.48)	207	74.8	262	33.8

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	10.3	9.98	10.2
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	7.03	8.79	7.23	7.84	7.39
Tỷ suất LNT (%)	5.39	5.43	4.04	4.75	4.61
Thuế TNDN hiện hành (%)	2.71	0.74	0.89	2.80	2.80
Tăng trưởng doanh thu (%)	9.67	(10.8)	36.4	7.10	8.13
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	14.1	11.6	12.2	16.2	1.87
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	15.2	(10.2)	1.46	26.0	4.87
Tăng trưởng EPS (%)	15.2	(10.2)	1.46	26.0	4.87
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	15.2	(10.2)	1.46	26.0	4.87
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	42.5	47.4	46.7	37.1	35.3
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	16.6	14.0	13.3	15.4	14.7
ROACE (%)	15.1	13.4	13.7	16.0	15.3
Vòng quay tài sản (lần)	2.00	1.60	1.97	1.94	1.95
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.40	0.71	0.68	0.98	0.41
Số ngày tồn kho	66.8	79.4	75.3	73.0	77.3
Số ngày phải thu	20.1	39.1	29.7	29.6	32.9
Số ngày phải trả	5.97	8.44	7.36	7.23	7.70
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(2.52)	18.5	17.7	19.3	21.8
Nợ/tài sản (%)	18.0	24.7	22.4	21.0	19.4
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	1.34	1.85	1.65	1.43	1.39
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.18	1.91	2.06	2.19	2.35
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.51	0.66	0.49	0.46	0.44
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.29	7.52	6.71	5.90	5.99
P/E (lần)	9.73	10.8	10.7	8.48	8.08
P/E ĐC (lần)	9.73	10.8	10.7	8.48	8.08
P/B (lần)	1.55	1.47	1.37	1.25	1.13
Lợi suất cổ tức (%)	4.37	4.37	4.37	4.37	4.37

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

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

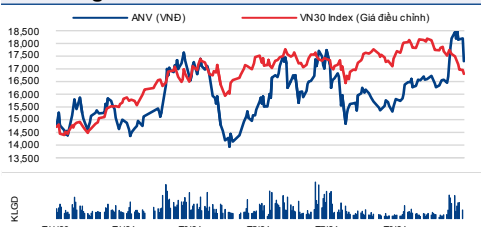
Giá mục tiêu: VNĐ20,200 (từ VNĐ18,650)

Tiềm năng tăng/giảm: 16.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (19/11/2024)	17,300
Mã Bloomberg	ANV VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	13,941-18,500
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	17,900
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	4,620
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	182
Slg CP lưu hành (tr.đv)	267
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	131
Slg CP NN được mua (tr.đv)	63.4
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	25.3%
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	3.90	7.89	17.5
So với chỉ số	12.5	11.3	2.95
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	480	605	(20.8)
2025F	877	939	(6.5)
2026F	1,005	979	2.7

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

Tỷ suất lợi nhuận gộp có xu hướng tốt; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- HSC tăng 8,3% giá mục tiêu của ANV lên 20.200đ do tác động tích cực của các giả định định giá mới lớn hơn tác động tiêu cực của việc hạ dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng, với tiềm năng tăng giá là 17% tại giá mục tiêu mới.
- Chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp của ANV sẽ tiếp tục cải thiện trong tương lai gần do chi phí nuôi giảm nhẹ và giá bán bình quân tốt hơn. Tuy nhiên, chúng tôi giảm bình quân 28,8% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 chủ yếu do tăng giả định chi phí bán hàng. Theo đó, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 90% (so với 107% trong dự báo trước đó).
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 4% và 8% trong 1 tháng & 3 tháng qua, ANV đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 21,5 lần, thấp hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 26,0 lần.

Sự kiện: Phân tích KQKD 9 tháng đầu năm 2024

Tính chung 9 tháng đầu năm 2024, doanh thu thuần đạt 3,6 nghìn tỷ đồng, tăng 6,7% so với cùng kỳ và lợi nhuận thuần đạt 42 tỷ đồng – đi ngang so với cùng kỳ và đạt 79% dự báo cũ của HSC cho cả năm 2024 – chủ yếu do chi phí vận chuyển tăng cao hơn dự kiến và tiền phạt chậm đóng thuế 9,9 tỷ đồng. Đáng chú ý, tỷ suất lợi nhuận gộp của ANV đã cải thiện tốt trong ba quý vừa qua, tăng từ 10,0% trong Q1/2024 lên 12,4% trong Q2/2024 và đạt 12,9% trong Q3/2024.

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

Trước những yếu tố ảnh hưởng đến KQKD 9 tháng đầu năm 2024 của ANV, HSC duy trì dự báo doanh thu năm 2024 ở mức 4,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 5,8%) nhưng giảm mạnh 51,2% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 xuống 75 tỷ đồng (vẫn tăng trưởng 90,6%). Chúng tôi giảm bình quân 28,8% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026, theo đó, lợi nhuận thuần tăng trưởng 214% trong năm 2025 so với năm 2024 đạt 234 tỷ đồng, sau đó tăng trưởng tiếp 14,5% trong năm 2026 đạt 268 tỷ đồng. Cho giai đoạn 2024-2026, tỷ suất lợi nhuận gộp dự báo đạt lần lượt 12,2%, 13,4% và 14,0%.

Dự báo mới của chúng tôi cho giai đoạn năm 2024-2026 – thấp hơn nhiều so với dự báo thị trường cho năm nay nhưng sát với dự báo thị trường cho năm 2025-2026 – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 90% (so với 107% trong dự báo trước đó) từ mức nền rất thấp của năm 2023. Theo đó, doanh thu thuần Q4/2024 dự báo đạt 1.144 tỷ đồng (tăng 3% so với cùng kỳ), tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 13,2% và lợi nhuận thuần đạt 32 tỷ đồng, chuyển biến so với lỗ trong Q4/2023.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng lần lượt 4% và 8% trong 1 tháng & 3 tháng qua sau một thời gian dài giao dịch yếu và kém tích cực hơn so với VN Index, ANV đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 21,5 lần, thấp hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 26,0 lần.

HSC tăng 8,3% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 20.200đ do tác động tiêu cực của việc giảm đáng kể dự báo lợi nhuận được bù đắp bởi tác động tích cực của việc giảm giả định WACC và chuyển cơ sở định giá sang cuối năm 2025. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng, với tiềm năng tăng giá là 17% tại giá mục tiêu mới.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,004	316	341 ▼	570	620 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	674	39.2	74.7 ▼	234 ▼	268 ▼
EPS ĐC (đồng)	5,283	304	480 ▼	877 ▼	1,005 ▼
DPS (đồng)	1,000	1,000	1,000 ▲	1,000 ▲	1,000 ▲
BVPS (đồng)	22,598	21,326	11,045	10,919	10,919 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	3.73	13.1	17.5	10.4	9.76
P/E ĐC (lần)	3.27	57.0	36.1	19.7	17.2
Lợi suất cổ tức (%)	5.78	5.78	5.78	5.78	5.78
P/B (lần)	0.77	0.81	1.57	1.58	1.58
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	423	(94.3)	57.9	83.0	14.5
ROAE (%)	25.8	1.37	2.58	7.99	9.20

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

Giảm dự báo nhưng vẫn có giá trị đầu tư

ANV đang trên đà phục hồi – mặc dù ở mức thấp hơn so với dự kiến trước đó của HSC. Tỷ suất lợi nhuận gộp đã tăng mạnh từ mức 10,0% trong Q1/2024 lên 12,4% trong Q2/2024 và 12,9% trong Q3/2024, và dự kiến đạt 13,2% trong Q4/2024. Mặc dù sự phục hồi giá cả ở Trung Quốc chậm hơn mong đợi, xu hướng này dự kiến vẫn sẽ hỗ trợ tăng trưởng cùng với việc chi phí nuôi trồng giảm nhẹ và giá bán bình quân tăng ổn định. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 89,9% từ mức nền thấp của năm 2023. Chúng tôi tăng 8,3% giá mục tiêu lên 20.200đ và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng (tiềm năng tăng giá 17%).

KQKD Q3 và 9 tháng đầu năm 2024: Sản lượng tiêu thụ tăng trưởng mạnh và tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện

ANV công bố KQKD Q3/2024 tích cực với doanh thu thuần đạt 1.341 tỷ đồng, tăng 22% so với cùng kỳ và lợi nhuận thuần đạt 28 tỷ đồng, tăng mạnh 26 lần so với cùng kỳ (từ mức nền rất thấp của Q3/2023). Doanh thu tăng chủ yếu nhờ kim ngạch xuất khẩu tăng 22% trong khi lợi nhuận tăng là nhờ doanh thu tăng và tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện.

Trong 9 tháng đầu năm 2024, tổng doanh thu thuần đạt 3.550 tỷ đồng, tăng 6,7% so với cùng kỳ và lợi nhuận thuần đạt 42 tỷ đồng, đi ngang so với cùng kỳ, chủ yếu do chi phí vận chuyển tăng cao hơn dự kiến và tiền phạt do chậm đóng thuế. Nếu không tính đến khoản tiền phạt do chậm đóng thuế và các khoản mục không thường xuyên (trừ thuế) khác trong tất cả các kỳ, lợi nhuận 9 tháng đầu năm 2024 đạt 95 tỷ đồng, tăng 126% so với 48 tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm 2023 – một kết quả tốt hơn nhiều so với số công bố.

Bảng 36: KQKD Q3/2024 & 9 tháng đầu năm 2024, ANV

Tỷ đồng	Q3/2023	Q3/2024	% so với cùng kỳ	9T2023	9T2024	% so với cùng kỳ
Doanh thu thuần	1,099	1,341	22.0%	3,328	3,550	6.7%
Giá vốn hàng bán	1,014	1,168	15.2%	2,992	3,129	4.6%
Lợi nhuận gộp	85	173	103.6%	336	422	25.4%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	7.7%	12.9%		10.1%	11.9%	
Lợi nhuận HĐ tài chính	(28)	(26)	-7.3%	(94)	(62)	-34.2%
Chi phí QL&BH	(54)	(102)	90.6%	(193)	(250)	29.8%
Chi phí QL&BH/ Doanh thu	4.9%	7.6%		5.8%	7.0%	
Thu nhập thuần khác	4	(8)		15	(43)	
LNTT	7	37	423.0%	63	65	2.2%
Lợi nhuận thuần	1	28	2583.0%	42	42	0.3%

Nguồn: ANV

Sản lượng xuất khẩu tăng nhưng giá bán bình quân phục hồi kém hơn kỳ vọng

Trong Q3/2024, giá trị xuất khẩu đạt mức ấn tượng 909 tỷ đồng, tăng 22% so với cùng kỳ nhờ sản lượng tiêu thụ tăng mạnh. Theo dữ liệu từ Agromonitor, sản lượng xuất khẩu của ANV trong Q3/2024 đạt 17.100 tấn, tăng 24,8% so với cùng kỳ, trong khi giá xuất khẩu bình quân ước tính đạt 1,8 USD/kg, giảm nhẹ 6,6% so với cùng kỳ và 2,1% so với quý trước. Lưu ý, đây là sự cải thiện so với mức giảm 13,6% so với cùng kỳ trong nửa đầu năm 2024, mặc dù vẫn thấp hơn 17% so với kỳ vọng của HSC ở mức 2,1 USD/kg, chủ yếu do thị trường Trung Quốc yếu.

KQKD trái chiều tại các thị trường xuất khẩu chính

Theo dữ liệu từ Agromonitor, doanh thu xuất khẩu của ANV sang thị trường Trung Quốc, thị trường lớn nhất của Công ty trong Q3/2024, đạt 10,1 triệu USD, tăng nhẹ 3,4% so với cùng kỳ. Doanh thu xuất khẩu sang Trung Quốc đóng góp 32,9% tổng doanh thu xuất khẩu của ANV trong Q3/2024, giảm từ mức đóng góp 37,2% trong Q3/2023.

Trong Q3/2024, doanh thu xuất khẩu sang khu vực ASEAN và Nam Mỹ đạt lần lượt 4,5 triệu USD và 3,1 triệu USD, giảm mạnh 32,2% và 28,2% so với cùng kỳ.

Trái lại, doanh thu xuất khẩu của ANV sang EU và Mỹ tăng mạnh. Xuất khẩu sang EU trong Q3/2024 đạt 4,3 triệu USD, tăng mạnh 265,3% so với cùng kỳ, trong khi xuất khẩu sang Mỹ đạt 8,4 triệu USD, tăng 25,6% so với cùng kỳ.

Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng mạnh

Trong Q3/2024, lợi nhuận gộp tăng mạnh 103,6% đạt 173 tỷ đồng nhờ doanh thu tăng mạnh và tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện lên 12,9% từ mức 7,7% trong Q3/2023, 10% trong Q1/2024 và 12,4% trong Q2/2024.

Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện là nhờ sản lượng xuất khẩu tăng mạnh 24,8% so với cùng kỳ, cùng với chi phí nuôi thấp khi giá thức ăn chăn nuôi giảm khoảng 13% so với cùng kỳ.

Chi phí bán hàng cao bào mòn lợi nhuận

Trong Q3/2024, chi phí bán hàng tăng mạnh 118,5% so với cùng kỳ đạt 8 tỷ đồng, chủ yếu do chi phí vận chuyển tăng 203% so với cùng kỳ lên 59 tỷ đồng do xung đột ở khu vực Trung Đông. Chi phí thuê ngoài cũng tăng 47,8% so với cùng kỳ lên 13,6 tỷ đồng. Trong khi đó, chi phí quản lý tăng 24,8% so với cùng kỳ lên 20,1 tỷ đồng. Nhìn chung, chi phí quản lý & bán hàng tăng 90,6% so với cùng kỳ lên 102 tỷ đồng, tương ứng với tỷ lệ chi phí quản lý & bán hàng/doanh thu ở mức 7,6% so với mức 4,9% trong Q3/2023.

Lãi/lỗ không thường xuyên: Tiền phạt chậm đóng thuế

Trong Q3/2024, các chi phí khác được ghi nhận ở mức 10,9 tỷ đồng, tăng từ mức 0,2 tỷ đồng trong Q3/2023, chủ yếu do tiền phạt 2,6 tỷ đồng chậm đóng thuế ở công ty con và 7,3 tỷ đồng tiền lãi phạt chậm đóng thuế (tổng cộng các khoản phạt là gần 10 tỷ đồng). Theo đó, “các khoản lỗ khác” được ghi nhận ở mức 7,6 tỷ đồng, so với “các khoản lợi nhuận khác” 3,6 tỷ đồng trong Q3/2023.

Lưu ý, BCTC sau kiểm toán cho nửa đầu năm 2024 của ANV cũng ghi nhận “lỗ khác” ở mức 36 tỷ đồng so với “lỗ khác” ở mức 13 tỷ đồng trong BCTC chưa kiểm toán, tương đương mức tăng 23 tỷ đồng. Nguyên nhân là do yêu cầu của cơ quan thuế về việc hoàn trả các khoản ưu đãi đầu tư của một công ty con vào năm 2020. Tính chung 9 tháng đầu năm 2024, các khoản lỗ khác được ghi nhận ở mức 43,4 tỷ đồng so với các khoản lợi nhuận khác là 15 tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm 2023.

Dự báo lợi nhuận mới

Cho năm 2024, HSC duy trì dự báo doanh thu gần như không đổi ở mức 4.695 tỷ đồng (tăng trưởng 5,8%) nhưng giảm đáng kể 51,2% dự báo lợi nhuận thuần xuống 75 tỷ đồng (vẫn tăng trưởng 90,6%) do phản ánh KQKD thực hiện 9 tháng đầu năm 2024 (bao gồm cả khoản phạt chậm đóng thuế) và một số xu hướng cơ bản (ví dụ: chi phí vận chuyển tăng cao).

Theo đó, doanh thu thuần Q4/2024 đạt 1.144 tỷ đồng (tăng 3% so với cùng kỳ) và lợi nhuận thuần đạt 32 tỷ đồng, chuyển biến so với lỗ trong Q4/2023. Tỷ suất lợi nhuận gộp Q4/2024 dự báo đạt 13,2% (so với mức 10,3% trong Q4/2023).

Chúng tôi giảm bình quân 28,8% dự báo lợi nhuận cho năm 2025-2026 chủ yếu do tăng giả định chi phí bán hàng. Ngoài ra, tỷ suất lợi nhuận gộp tổng hợp cho năm 2025-2026 đã được điều chỉnh giảm nhẹ (giảm 0,1 điểm phần trăm) so với dự báo trước đó, phản ánh sự điều chỉnh trong giả định giá xuất khẩu. Cho năm 2025-2026, tỷ suất lợi nhuận gộp dự báo đạt lần lượt 13,4% và 14,0%.

Theo đó, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng 214% đạt 234 tỷ đồng trong năm 2025, sau đó tăng trưởng tiếp 14,5% đạt 349 tỷ đồng trong năm 2026. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 89,9 % (so với mức nền của năm 2023) và 2 năm đạt 89,6%.

Bảng 37: Điều chỉnh ước tính lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026, ANV

HSC giảm 51,2% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024 & giảm bình quân 28,8% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026

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 thuần	4,499	4,695	4.4%	5.8%	5,804	5,904	1.7%	25.8%	6,042	6,099	0.9%	3.3%
Lợi nhuận thuần	153	75	-51.2%	90.6%	267	234	-12.2%	213.7%	349	268	-23.1%	14.5%

Nguồn: HSC

Bảng 38: Điều chỉnh giả định xuất khẩu cá tra, ANV

	2024				2025				2026			
	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh
Lượng xuất khẩu (tấn)	124	113.5	3.1%	-8.5%	146.0	129.5	14.1%	-11.3%	152.0	137.3	6.1%	-9.6%
Giá xuất khẩu (USD/kg)	58,631	59,062	8.5%	0.7%	64,494	64,494	9.2%	0.0%	67,074	67,074	4.0%	0.0%
KNXK (triệu USD)	2.11	1.92	-5.4%	-9.0%	2.26	2.01	4.5%	-11.2%	2.260	2.048	2.0%	-9.4%

Nguồn: HSC

Bảng 39: Điều chỉnh giả định tỷ suất lợi nhuận & tỷ lệ chi phí BH&QL/doanh thu, ANV

HSC hạ giả định tỷ suất lợi nhuận gộp cho năm 2024 dựa trên kết quả thực tế trong 9 tháng đầu năm. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp vẫn ở mức tốt đến năm 2026 nhờ giả định giá bán bình quân mới

	2024			2025			2026		
	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Điều chỉnh
Tỷ suất lợi nhuận gộp	12.9%	12.2%	-0.7 điểm %	13.5%	13.4%	-0.2 điểm %	14.9%	14.0%	-0.9 điểm %
Chi phí QL&BH/Doanh thu	6.9%	7.2%	0.3 điểm %	6.2%	6.5%	0.3 điểm %	6.2%	6.5%	0.3 điểm %
Tỷ suất LNTT	4.0%	2.2%	-1.8 điểm %	5.4%	5.0%	-0.5 điểm %	6.8%	5.5%	-1.3 điểm %
Tỷ suất lợi nhuận thuần	3.4%	1.6%	-1.8 điểm %	4.6%	4.0%	-0.6 điểm %	5.8%	4.4%	-1.4 điểm %

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC tăng 8,3% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 20.200đ nhưng duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với tiềm năng tăng giá là 16,8% tại giá mục tiêu mới.

Những giả định định giá cơ bản như sau:

- Giảm 52% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 và giảm bình quân 28,8% dự báo cho năm 2025-2026.
- Trong mô hình định giá DCF, giả định lãi suất phi rủi ro là 4,0%, phần bù rủi ro vốn CSH là 7,5% (giảm từ 8,5% trước đó) và beta là 1,2 (giảm từ 1,4 trước đó sau khi cập nhật từ Bloomberg). Theo đó, giả định WACC là 9,8% (thấp hơn nhiều so với mức 11,9% trước đó).
- Giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2% (không đổi).
- Chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025.

Bảng 40: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, ANV

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
EBIT	404	460	474	494	519
Thu nhập thuần trừ nợ vay	346	393	404	420	440
Cộng: Khấu hao	166	160	186	147	119
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(159)	(123)	(101)	(136)	(125)
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	45	(134)	(8)	(197)	136
UFCF	397	296	481	233	570

Nguồn: HSC

Bảng 41: Tính toán WACC, ANV

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.5%
Beta (lần)	1.2
Chi phí vốn CSH	13.0%
Lãi suất bình quân	5.0%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	20.0%
Chi phí nợ sau thuế	4.0%
Tỷ trọng nợ	35.0%
WACC	9.8%

Nguồn: HSC

Bảng 42: Định giá DCF, ANV

Tỷ đồng	Giá trị
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2%
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2029	1,633
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	5,103
Tổng giá trị hiện tại	6,736
Cộng: Tài sản ngoài HĐ (bao gồm tiền mặt)	376
Trừ: Tổng nợ	(1,707)
Giá trị của vốn CSH	5,405
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	267
Giá trị hợp lý của cp (đ/cp)	20,200

Nguồn: HSC

Bảng 43: 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

Kịch bản cơ sở của HSC dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro là 4% & tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	17,600	19,700	22,500	26,200	31,400
	3.5%	16,800	18,800	21,300	24,700	29,200
	4.0%	16,000	17,900	20,200	23,300	27,300
	4.5%	15,400	17,100	19,200	22,000	25,600
	5.0%	14,700	16,300	18,300	20,800	24,100

Nguồn: HSC

Chúng tôi trình bày các tính toán và giả định làm cơ sở cho việc định giá trong Bảng 40-42. Chúng tôi cũng thực hiện phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định lãi suất phi rủi ro và tốc độ tăng trưởng dài hạn trong Bảng 43.

Bối cảnh định giá

ANV đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 21,5 lần, thấp hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 26,0 lần.

Biểu đồ 44: P/E trượt dự phóng 1 năm, ANV

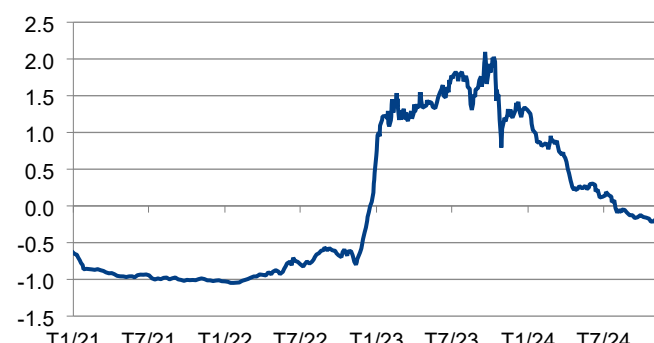
ANV đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 21,5 lần...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 45: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân

...thấp hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 26 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	4,695	5,904	6,099
Lợi nhuận gộp	1,336	447	573	788	857
Chi phí BH&QL	(472)	(264)	(337)	(384)	(397)
Thu nhập khác	19.1	17.7	(45.2)	0	0
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	882	201	191	404	460
Lãi vay thuần	(108)	(132)	(82.0)	(111)	(125)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(0.05)	(4.02)	(4.18)	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	774	64.5	104	293	336
Chi phí thuế TNDN	(100.0)	(25.3)	(29.6)	(58.6)	(67.1)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	674	39.2	74.7	234	268
Lợi nhuận thuần ĐC	674	39.2	74.7	234	268
EBITDA ĐC	1,004	316	341	570	620
EPS (đồng)	5,283	304	480	877	1,005
EPS ĐC (đồng)	5,283	304	480	877	1,005
DPS (đồng)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Sig CP bình quân (triệu đv)	128	129	156	267	267
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	128	134	267	267	267
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	128	134	267	267	267

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	20.7	376	282
Đầu tư ngắn hạn	358	71.9	0	0	0
Phải thu khách hàng	435	369	470	557	549
Hàng tồn kho	2,333	2,347	2,431	2,350	2,426
Các tài sản ngắn hạn khác	98.4	123	106	140	150
Tổng tài sản ngắn hạn	3,255	2,951	3,028	3,422	3,407
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	161	181	183
Tổng tài sản dài hạn	2,213	2,162	1,832	1,846	1,810
Tổng cộng tài sản	5,468	5,113	4,860	5,268	5,217
Nợ ngắn hạn	1,769	1,784	1,169	1,519	1,519
Phải trả người bán	277	173	259	314	293
Nợ ngắn hạn khác	236	108	208	223	209
Tổng nợ ngắn hạn	2,418	2,103	1,722	2,163	2,112
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	1,910	2,352	2,301
Vốn chủ sở hữu	2,882	2,848	2,950	2,916	2,916
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	2,882	2,848	2,950	2,916	2,916
Tổng nợ phải trả và VCSH	5,468	5,113	4,860	5,268	5,217
BVPS (đ)	22,598	21,326	11,045	10,919	10,919
Nợ thuần/(tiền mặt)	1,891	1,889	1,336	1,331	1,425

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	882	201	191	404	460
Khấu hao	(121)	(115)	(150)	(166)	(160)
Lãi vay thuần	(108)	(132)	(82.0)	(111)	(125)
Thuế TNDN đã nộp	(100.0)	(25.3)	(29.6)	(58.6)	(67.1)
Thay đổi vốn lưu động	(631)	(124)	77.9	44.5	(134)
Khác	102	(115)	(79.9)	(189)	(186)
LCT thuần từ HKKD	266	(81.7)	227	256	108
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	24.5	61.4	59.5
LCT thuần từ HĐĐT	57.0	416	(196)	(97.6)	(63.0)
Cổ tức trả cho CSH	(157)	(219)	(267)	(267)	(267)
Thu từ phát hành CP	0	60.0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(119)	(40.2)	217	464	128
Khác	(57.2)	(127)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(334)	(326)	(50.0)	197	(139)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	42.7	31.1	39.7	20.7	376
LCT thuần trong kỳ	(10.9)	8.67	(19.0)	355	(94.0)
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.72)	(0.05)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	31.1	39.7	20.7	376	282
Dòng tiền tự do	(9.47)	(126)	6.42	96.8	(14.7)

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	12.2	13.4	14.0
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	20.5	7.11	7.26	9.65	10.2
Tỷ suất LNT (%)	13.8	0.88	1.59	3.97	4.40
Thuế TNDN hiện hành (%)	12.9	39.2	28.4	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	40.1	(9.34)	5.76	25.8	3.30
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	188	(68.6)	8.01	67.2	8.76
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	423	(94.2)	90.6	214	14.5
Tăng trưởng EPS (%)	423	(94.3)	57.9	83.0	14.5
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	423	(94.3)	57.9	83.0	14.5
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	18.9	329	209	114	99.5
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	25.8	1.37	2.58	7.99	9.20
ROACE (%)	31.5	6.63	6.20	13.0	14.8
Vòng quay tài sản (lần)	0.95	0.84	0.94	1.17	1.16
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.30	(0.41)	1.19	0.63	0.23
Số ngày tồn kho	239	215	215	168	169
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	46.3	46.4	49.7
Nợ/tài sản (%)	35.5	37.9	28.5	32.8	33.2
EBIT/lãi vay (lần)	8.13	1.52	2.32	3.63	3.69
Nợ/EBITDA (lần)	1.93	6.14	4.07	3.04	2.79
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.35	1.40	1.76	1.58	1.61
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.76	0.93	1.27	1.01	0.99
EV/EBITDA ĐC (lần)	3.73	13.1	17.5	10.4	9.76
P/E (lần)	3.27	57.0	36.1	19.7	17.2
P/E ĐC (lần)	3.27	57.0	36.1	19.7	17.2
P/B (lần)	0.77	0.81	1.57	1.58	1.58
Lợi suất cổ tức (%)	5.78	5.78	5.78	5.78	5.78

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