BAOVIET Securities

Ngành Nông Nghiệp

Báo cáo lần đầu

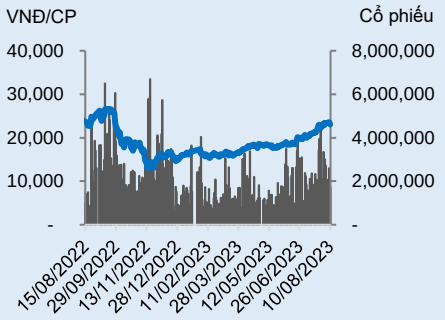
Tháng 8.2023

Khuyến nghị	**NEUTRAL**
Giá kỳ vọng (VNĐ/CP)	**25.968**
Giá thị trường (10/8/2023)	23.100
Lợi nhuận kỳ vọng	+12%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	12.900-26.600
Vốn hóa	4.825 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	208.894.750
KLGD bình quân 10 ngày	2.350.587
% sở hữu nước ngoài	18,44%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	N/a
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	N/a
Beta	0,8

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
PAN	45,3%	10,0%	30,5%	42,2%
VNIndex	16,9%	4,5%	14,4%	12,8%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Hà Minh Anh

(84 24) 3928.8080 ext. 213

anhnhm@bvsc.com.vn

Công ty Cổ phần Tập đoàn PAN

Mã giao dịch: PAN Reuters: PAN.HM Bloomberg: PAN VN Equity

Động lực tăng trưởng dài hạn vẫn đến từ FMC và VFG

KQKD 1H2023 ảm đạm do mảng Thủy sản suy giảm mạnh. Doanh thu thuần và LNST-CĐTS 1H2023 lần lượt là 5.309 tỷ đồng (-14%svck) và 105 tỷ đồng (-40%svck), trong đó đà giảm của công ty con FMC là yếu tố ảnh hưởng lớn nhất đối với KQKD của PAN. BBC cũng ghi nhận doanh thu giảm -18%svck; sự suy giảm đến từ (1) nhu cầu tiêu thụ yếu do tình hình kinh tế và việc làm khó khăn; và (2) Tết Nguyên Đán 2023 rơi vào tháng 1, nên BBC đã đưa hàng vào kênh phân phối từ Q4/2022. Chi phí lãi vay +50%svck; nợ ngắn hạn của công ty mẹ tăng khoảng 4.000 tỷ, một phần để chi trả cho khoảng trái phiếu 1.135 tỷ đồng đáo hạn trong tháng 9/2023, một phần để đầu tư chứng chỉ tiền gửi tại các ngân hàng thương mại.

Kỳ vọng hồi phục trong 2H2023, tuy nhiên khó hoàn thành kế hoạch năm. BVSC dự phóng Doanh thu thuần và LNST-CĐTS năm 2023 của PAN lần lượt là 13.419 tỷ đồng (-2%svck) và 350 tỷ đồng (-7% svck). KQKD cả năm sụt giảm do nhu cầu tiêu thụ thủy sản tại các thị trường Mỹ, EU, và Nhật Bản nhìn chung sụt giảm so với năm 2022. Tuy nhiên, BVSC kì vọng đáy lợi nhuận của FMC và ABT đã nằm trong 1H2023, và kim ngạch xuất khẩu sẽ có sự hồi phục khi bước vào cuối Q3-Q4/2023, vốn là thời gian cao điểm của tiêu thụ thủy sản.

Dự báo lợi nhuận tăng trưởng kép 14%/năm trong giai đoạn 2022-2025. Động lực tăng trưởng đến từ việc FMC lấp đầy công suất nhà máy mới, gia tăng tự chủ nguyên liệu đầu vào, và tăng trưởng mảng nông dược của VFG.

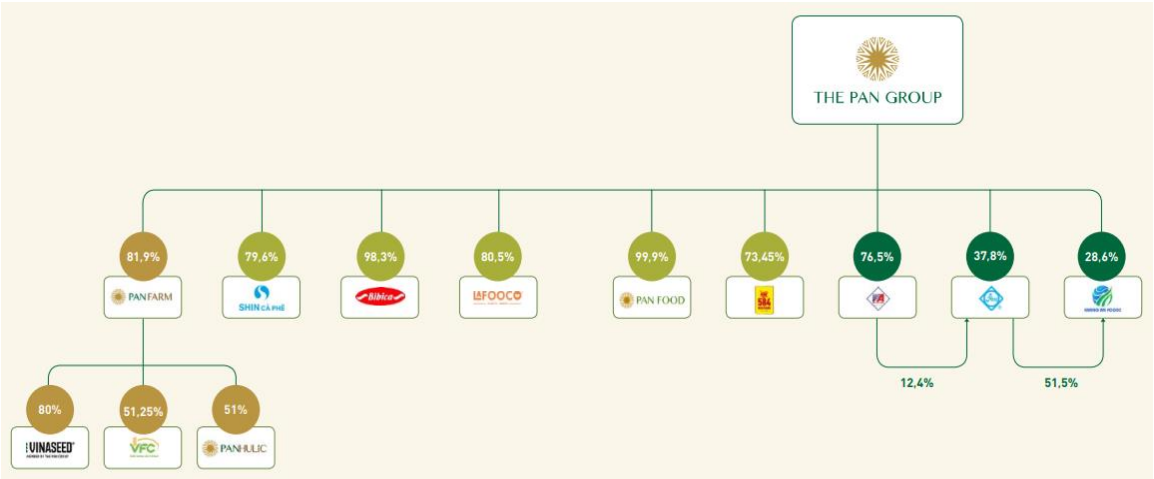
Định giá và Khuyến nghị. BVSC sử dụng phương pháp SOTP để định giá PAN, và đưa ra mức giá mục tiêu là **25.968 đồng/cp** đối với cổ phiếu PAN. Mức giá đóng cửa của PAN tại ngày 10/8/2023 là 23.100 đồng/cp tương ứng với tiềm năng tăng trưởng +12%, vì vậy chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NEUTRAL** với PAN ở mức giá này. Chúng tôi cho rằng PAN là cổ phiếu đáng chú ý dựa vào câu chuyện (1) hồi phục của công ty con FMC; và (2) gia tăng doanh thu của VFC nhờ phân phối sản phẩm của Syngenta và bán chéo các sản phẩm cùng NSC.

Tổng quan doanh nghiệp

Hồ sơ doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Tập đoàn PAN (PAN) được thành lập vào năm 1998, tiền thân là doanh nghiệp dịch vụ tiện ích (vệ sinh công nghiệp, cung cấp thiết bị và hóa chất). Cổ phiếu của doanh nghiệp được niêm yết và giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) từ năm 2010. Tới năm 2013, PAN chính thức bắt đầu chiến lược đầu tư kinh doanh cốt lõi vào lĩnh vực nông nghiệp và thực phẩm, và đầu tư sở hữu 54,6% vốn điều lệ của CTCP XNK Thủy sản Bến Tre (HOSE: ABT), doanh nghiệp hoạt động trong ngành thủy sản. Trong giai đoạn 2014-2021, PAN đẩy mạnh gia tăng sở hữu tại các công ty đầu ngành nông nghiệp và thực phẩm, đẩy mạnh tăng trưởng doanh thu qua các năm.

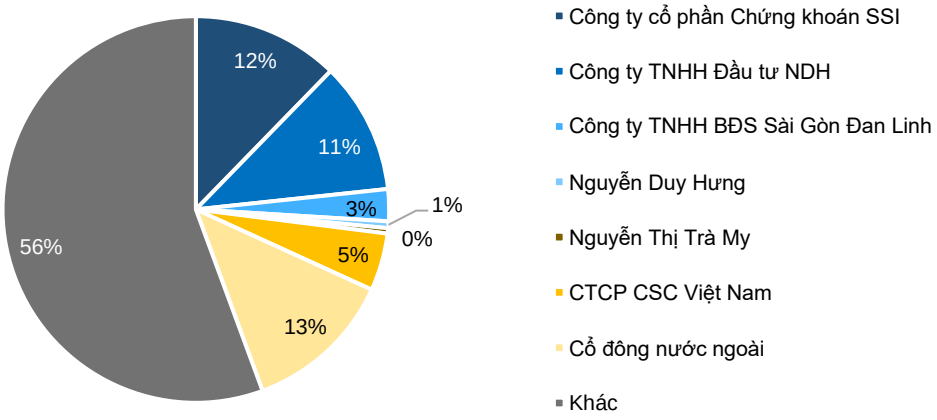
Cơ cấu doanh nghiệp và mảng kinh doanh



Nguồn: PAN

Cơ cấu cổ đông

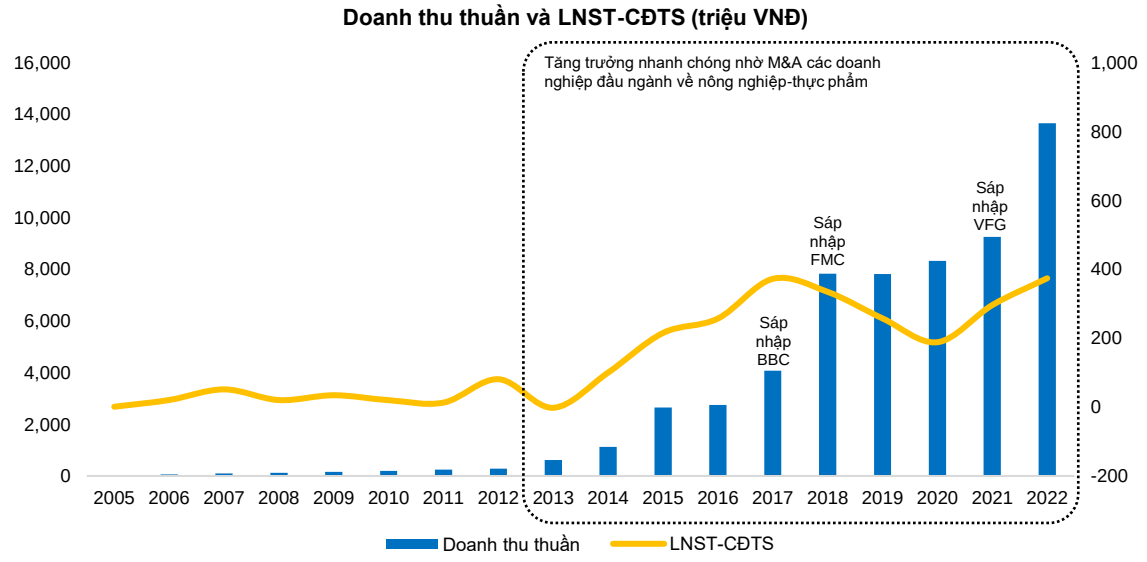
Cơ cấu cổ đông của PAN



BVSC ước tính khoảng 27% thuộc về nhóm cổ đông Chủ tịch HĐQT Nguyễn Duy Hưng và người liên quan (màu xanh trên đồ thị *Cơ cấu cổ đông của PAN*), 5% thuộc về nhóm cổ đông Phó Chủ tịch HĐQT và Tổng Giám Đốc Nguyễn Thị Trà My và người liên quan (màu vàng trên đồ thị *Cơ cấu cổ đông của PAN)*. Trước đó, hai cổ đông ngoại lâu năm là Sojitz Corporation và TAEL Two Partners LTD đã thoái toàn bộ vốn trong năm 2021.

Mở rộng quy mô nhờ hoạt động mua bán và sáp nhập

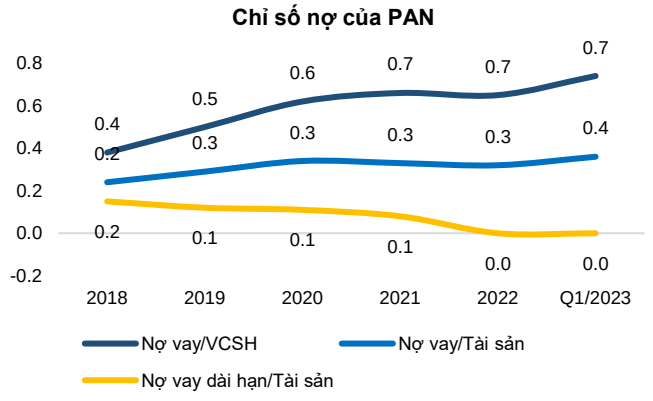
Doanh thu gia tăng nhanh chóng nhờ hoạt động M&A các công ty trong chuỗi giá trị nông nghiệp-thực phẩm. Ngược lại, yếu tố hỗ trợ tăng trưởng trong giai đoạn 2023-2025 sẽ chủ yếu đến từ nội tại của các doanh nghiệp thành viên, do PAN chưa có kế hoạch mở rộng thêm mảng kinh doanh mới.

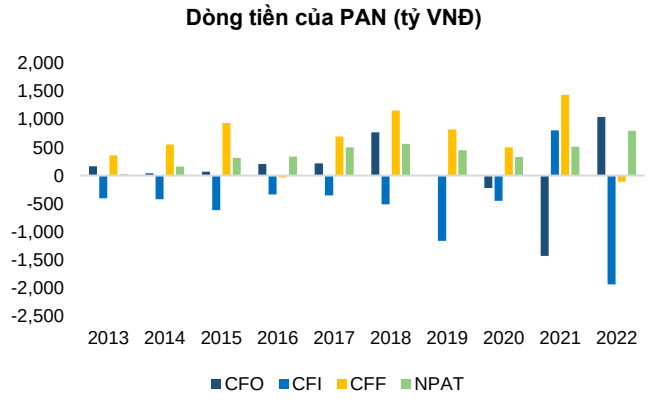


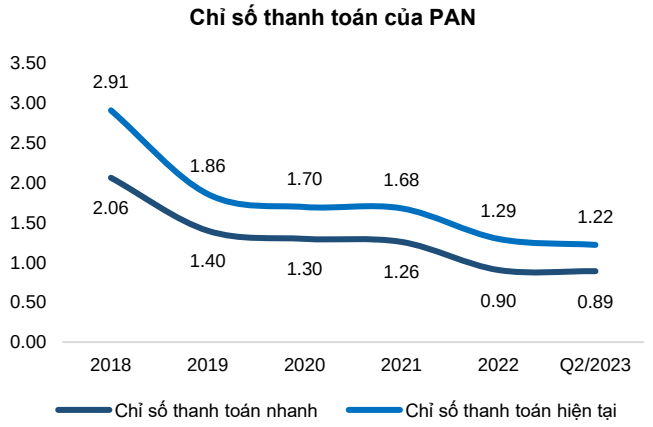
Nguồn: Fiinpro

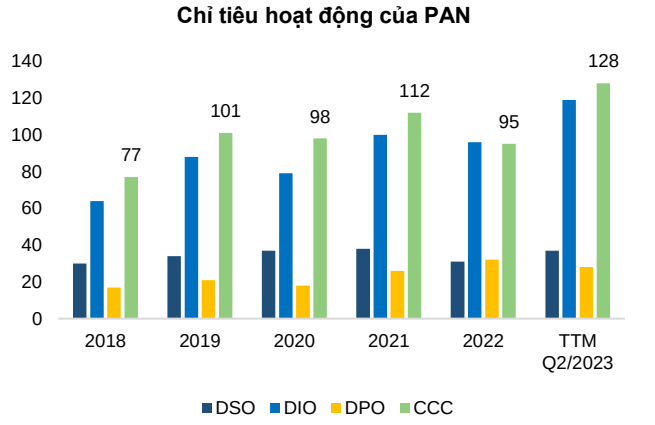
Sử dụng đòn bẩy để hỗ trợ hoạt động mua bán & sáp nhập. Chỉ số vay nợ của PAN gia tăng nhanh trong giai đoạn 2012-2022, khi PAN đẩy mạnh hoạt động M&A trong lĩnh vực nông nghiệp-thực phẩm. Nợ vay dài hạn giảm mạnh từ 2022 do trái phiếu đạo hạn vào năm 2023, nên các khoản này chuyển sang mục vay ngắn hạn. PAN dự kiến có trái phiếu sẽ đáo hạn trong tháng 9/2023, tổng giá trị gốc là 1.135 tỷ đồng, lãi suất 6,8%/năm. Chỉ số thanh toán nhìn chung chưa đáng lo ngại, tuy nhiên đây là yếu tố đáng chú ý đối với doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy nhiều như PAN.

Vòng quay tiền mặt dài hơn. Vòng quay tiền mặt gia tăng trong giai đoạn 2018-2021, phần lớn đến từ việc mua bán và sáp nhập các công ty thành viên. Chỉ số Số ngày tồn kho (DIO) tại TTM Q1/2023 gia tăng một phần đến từ việc công ty con NSC gia tăng hàng tồn kho vào Q1 hàng năm để chuẩn bị cho vụ mùa và vụ hè thu (gieo vào tháng 4-6 hàng năm).



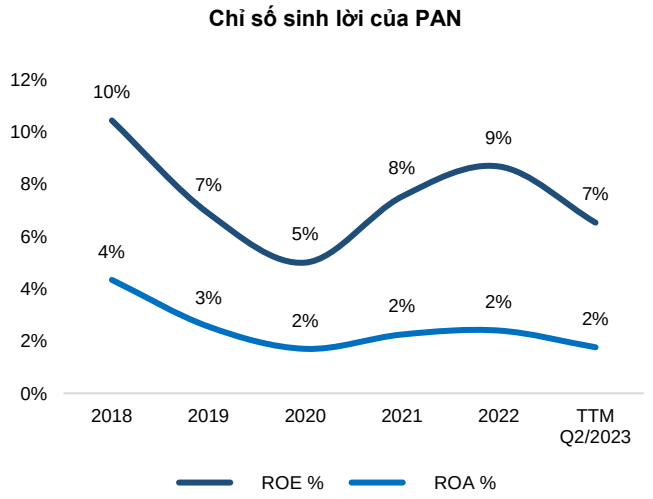


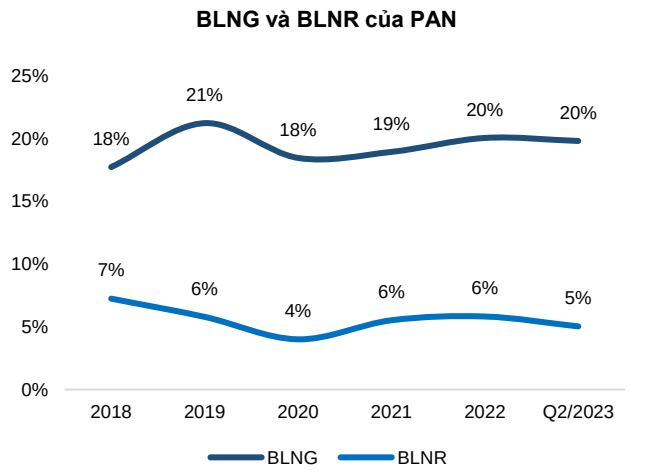




Nguồn: Fiinpro

BLNG trên đà mở rộng, tuy nhiên chỉ số sinh lời trên vốn còn chưa tương xứng. Trong giai đoạn 2018-2022, BLNG dần cải thiện từ mức 18% lên mức 20%. Điều này đến từ sáp nhập một số công ty con có BLNG cao nhờ tính chất sản phẩm (như VFG), hoặc doanh nghiệp bước vào thời kì đỉnh chu kì kinh doanh (như FMC vào năm 2022). Tuy nhiên, chúng tôi quan sát chỉ số ROA và ROE còn tương đối thấp, phần lớn đến từ gánh nặng chi phí lãi vay tại tập đoàn lớn.





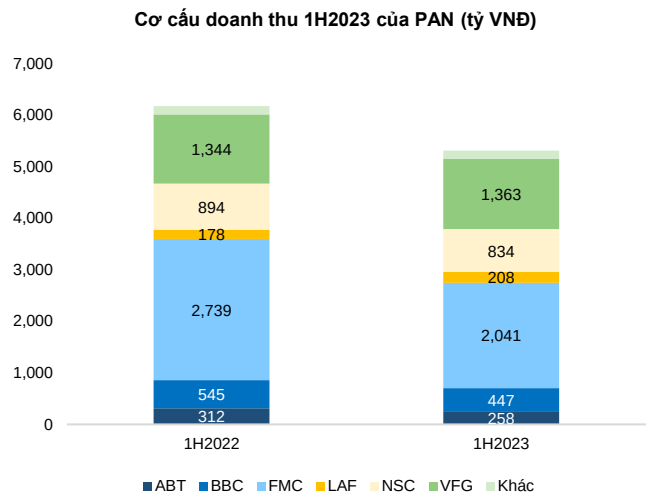
Nguồn: Fiinpro

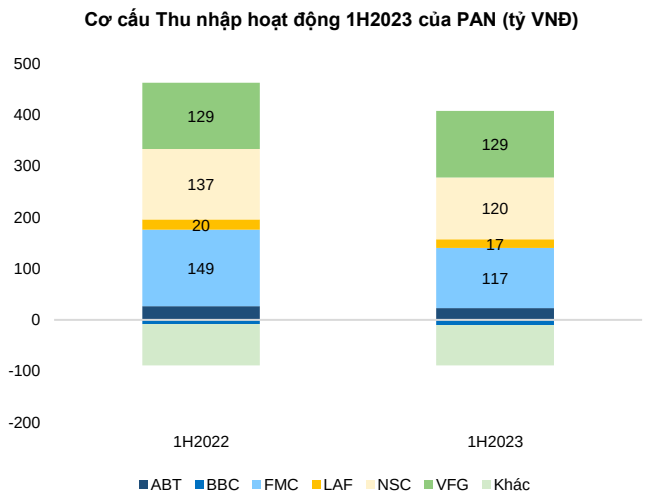
KQKD 1H2023 ảm đạm do mảng Thủy Sản suy giảm mạnh

Chỉ tiêu (triệu VNĐ)	Q2/2023	Tăng trưởng %yoy	Tăng trưởng %qoq	1H2023	Tăng trưởng %yoy
Doanh thu thuần	**2.777.742**	**-13,8%**	**9,7%**	**5.309.189**	**-14,0%**
Biên lợi nhuận gộp	19,5%	-147 bps	235 bps	18,4%	-77 bps
Lợi nhuận gộp	**541.724**	**-19,9%**	**24,8%**	**975.804**	**-17,4%**
LNST	**159.979**	**-30,1%**	**49,7%**	**266.842**	**-32,8%**
Biên LNST	5,8%	-135 bps	154 bps	5,0%	-141 bps
LNST sau CĐTS	**65.146**	**-34,3%**	**62,7%**	**105.178**	**-40,4%**

KQKD suy giảm phần lớn đến từ suy giảm doanh thu từ công ty con FMC. Doanh thu thuần và LNST-CĐTS 1H2023 lần lượt là 5.309 tỷ đồng (-14%svck) và 105 tỷ đồng (-40%svck), trong đó đà giảm của công ty con FMC là yếu tố ảnh hưởng lớn nhất đối với KQKD của PAN. Tương tự với FMC, công ty thủy sản khác là ABT cũng ghi nhận doanh thu suy giảm -17%svck. KQKD của các công ty thủy sản nhìn chung suy giảm trong 1H2023 như quan điểm của BVSC do nhu cầu tiêu thụ vẫn kém khả quan tại các thị trường Mỹ, EU, và Nhật Bản. Bên cạnh hai doanh nghiệp thủy sản, BBC cũng ghi nhận doanh thu giảm -18%svck; sự suy giảm đến từ (1) nhu cầu tiêu thụ yếu do tình hình kinh tế và việc làm khó khăn; và (2) Tết Nguyên Đán 2023 rơi vào tháng 1, nên BBC đã đưa hàng vào kênh phân phối từ Q4/2022.

Chi phí lãi vay gia tăng. Chi phí lãi vay +50%svck, do PAN gia tăng vay nợ ngắn hạn và dài hạn trong Q2/2023. Nợ ngắn hạn của công ty mẹ tăng khoảng 4.000 tỷ, một phần để chi trả cho khoảng trái phiếu 1.135 tỷ đồng đáo hạn trong tháng 9/2023, một phần để đầu tư chứng chỉ tiền gửi tại các ngân hàng thương mại. Trong bối cảnh PAN chưa có kế hoạch cụ thể về phương án M&A tiếp theo, chúng tôi cho rằng dư nợ của công ty mẹ sẽ có xu hướng giảm sau khi hoàn tất chi trả khoản trái phiếu hiện tại.





Nguồn: Fiinpro

Cập nhật KQKD 1H2023

Đvt: triệu VNĐ	Q2.2023	%svck	1H2023	%svck	Diễn giải
Doanh thu thuần	**2.777.742**	**-14%**	**5.309.189**	**-14%**	+ Trong 1H2023, PAN đã hoàn thành 35% kế hoạch doanh thu năm 2023.
ABT	134.565	-25%	258.478	-17%	+ Trong 1H2023, ABT đã hoàn thành 43% kế hoạch doanh thu năm 2023. + Kim ngạch/Sản lượng xuất khẩu tổng ngành Cá Tra Việt Nam trong 1H2023 lần lượt giảm -38%svck/-25%svck. Sự sụt giảm đến từ việc các nhà nhập khẩu cần thời gian xử lý lượng hàng tồn kho lớn từ năm 2022. + Doanh thu của ABT sụt giảm tương tự như các doanh nghiệp Cá Tra khác.
BBC	210.130	-14%	446.856	-18%	+ Trong 1H2023, BBC đã hoàn thành 24% kế hoạch doanh thu năm 2023. + Doanh thu mảng Kẹo suy giảm trong 1H2023 do nhu cầu tiêu thụ bán lẻ yếu, và doanh thu bán hàng dịp Tết Nguyên Đán 2023 vào các chuỗi phân phối đã ghi nhận trong năm 2022.
FMC	1.032.765	-27%	2.041.208	-25%	+ Trong 1H2023, FMC đã hoàn thành 35% kế hoạch doanh thu năm 2023. + Trong 1H2023, sản lượng Tôm/sản lượng Nông sản tiêu thụ của FMC sụt giảm lần lượt -24%svck/-15%svck. Giá bán tôm cũng sụt giảm từ nền cao của 1H2022. + Nhìn chung, sự sụt giảm trong KQKD của FMC cũng tương tự đối với mặt bằng chung của ngành Tôm Việt Nam.
LAF	133.397	35%	208.425	17%	+ Trong 1H2023, LAF đã hoàn thành 40% kế hoạch doanh thu năm 2023. + Doanh thu 1H2023 khả quan nhờ có thêm khách hàng mới từ thị trường Nhật.
NSC	518.698	-9%	834.343	-7%	+ Trong 1H2023, NSC đã hoàn thành 38% kế hoạch doanh thu năm 2023. + Doanh thu mảng Giống suy giảm trong 1H2023 do nông dân khó tiếp cận nguồn vốn, dẫn tới việc khó mở rộng vùng trồng trọt. + Mảng gạo có giá bán +15%svck. Tuy nhiên, do chỉ đang đóng góp khoảng 15% doanh thu, tăng trưởng của mảng Gạo khoogn thể bù đắp cho suy giảng của mảng Giống cây trồng.
VFG	672.453	4%	1.363.269	1%	+ Trong 1H2023, VFG đã hoàn thành 37% kế hoạch doanh thu năm 2023. + Doanh thu mảng Nông Dược khả quan, phần lớn đến từ việc tiếp tục phân khôi các sản phẩm của Syngenta.
Thu nhập hoạt động	**195.348**	**-27%**	**318.279**	**-15%**	
ABT	13.460	-26%	23.086	-13%	+ Tuy nhiên, BLNG 1H2023 sụt giảm từ mức 20% về 17%. + Chi phí vận chuyển hạ nhiệt do không còn hiện tượng nghẽn chuỗi cung ứng như cùng kì.
BBC	(5.477)	-11%	(10.133)	23%	+ BLNG tăng 77 điểm cơ bản so với 1H2022, nhờ việc một số chi phí nguyên vật liệu như chất béo, trứng, bột mì giảm. + Tuy nhiên, chi phí SGA (chiếm khoảng 25% Doanh thu thuần) gia tăng 152 điểm cơ bản do phải duy trì cạnh tranh giữ thị phần.
FMC	75.878	-34%	117.307	-21%	+ Chi phí vận chuyển giảm mạnh svck. Bên cạnh đó, FMC được hoàn nhập khoảng 48 tỷ đồng khoản hoàn phí thuế CBPG. Đây là mức trích lập được phía kiểm toán yêu cầu (mặc dù FMC hiện được hưởng mức thuê 0 USD/kg), do các doanh nghiệp thủy sản thường đối mặt với rủi ro này. + Tuy nhiên, việc doanh thu và giá bán đều suy giảm đã khiến BLNG 1H2023 chỉ đạt 8,2% (so với 1H2022 là 10,3%).
LAF	12.236	-17%	16.753	-17%	+ BLNG giảm mạnh 385 điểm cơ bản do giá bán suy giảm.
NSC	75.665	-23%	120.436	-12%	+ BLNG giảm mạnh 336 điểm cơ bản. Chúng tôi quan sát thấy diện tích trồng lúa toàn quốc trong 6 tháng đầu năm suy giảm 2%svck, vì vậy việc giảm giá bán đã có thể hỗ trợ doanh thu trong 1H2023.
VFG	65.539	-4%	129.425	0%	+ Chi phí nhập khẩu sản phẩm nông dược gia tăng, khiến BLN thu hẹp.
LNST-CĐTS	**65.146**	-34%	**105.178**	-40%	+ Trong 1H2023, PAN đã hoàn thành 26% kế hoạch LNST-CĐTS năm 2023.

Dự phóng KQKD

Triển vọng 2H2023

Theo chia sẻ tại Analyst Meeting ngày 01/8/2023, PAN chia sẻ KQKD sẽ có sự khởi sắc trong 2H2023, nhờ đây là thời điểm mùa vụ kinh doanh cao điểm của các công ty con của tập đoàn. BVSC cũng cho rằng 2H2023 sẽ thuận lợi hơn đối với PAN, tuy nhiên sự hồi phục trong 6 tháng tiếp theo sẽ không đủ để hoàn thành kế hoạch kinh doanh năm nay.

Tổng kết dự phóng giai đoạn 2023-2025 (chi tiết tại phần Phụ lục)

Dự phóng tăng trưởng doanh thu thuần hàng năm của các công ty con niêm yết (%)	2022	2023F	2024F	2025F
Tổng doanh thu thuần hợp nhất	**48%**	**-2%**	**16%**	**11%**
ABT	80%	-22%	10%	3%
BBC	48%	5%	4%	4%
FMC	10%	-8%	30%	17%
LAF	23%	3%	3%	3%
NSC	-2%	-2%	4%	4%
VFG	43%	11%	11%	11%
Tổng thu nhập hoạt động hợp nhất	**93%**	**-1%**	**24%**	**14%**
ABT	181%	-26%	60%	3%
BBC	250%	51%	21%	14%
FMC	16%	-2%	38%	18%
LAF	13%	9%	3%	5%
NSC	1%	-7%	2%	4%
VFG	36%	3%	11%	12%

Chỉ tiêu (đvt: tỷ VNĐ)	2022	2023F	2024F	2025F	Giả định
Doanh thu thuần	**13.655**	**13.419**	**15.633**	**17.427**	Động lực tăng trưởng trong 2023-2025 chủ yếu đến từ FMC và VFC.
%svck	47,6%	-1,7%	16,5%	11,5%	
BLNG	20,0%	20,0%	19,6%	19,2%	
LNST	794	745	946	1092	
LNST của cổ đông công ty mẹ	**374**	**350**	**470**	**552**	
%yoy	26%	-7%	34%	17%	
EPS (đồng/cp)	1.603	1.552	2.086	2.451	
P/E (x, tại giá thị trường ngày 10/08/2023)	14,4	14,9	11,1	9,4	

Định giá và Khuyến nghị

	Phương pháp	LNST-CĐTS 2024F (triệu VNĐ)	P/E 2024 (x)	Giá trị vốn cổ phần (triệu VNĐ)	Tỷ lệ sở hữu của PAN	Giá trị vốn cổ phần của PAN (triệu VNĐ)
ABT	P/E	76.504	10	765.038	76,47%	585.025
BBC	P/E	96.568	13	1.226.924	98,30%	1.206.067
FMC	DCF	391.770	11	4.446.966	47,21%	2.099.413
LAF	P/E	38.433	8	295.440	80,52%	237.888
NSC	P/E	201.715	8	1.613.724	65,57%	1.058.119
VFG	P/E	269.272	10	2.692.724	41,98%	1.130.406
Golden Beans	Giá trị đầu tư					60.200
584NT	Giá trị đầu tư					145.155
Nợ vay ròng của công ty mẹ	Giá trị sổ sách					1.097.642
Giá trị vốn cổ phần theo SoTP của PAN						5.424.629
Số lượng cổ phiếu lưu hành						208.894.750
Giá mục tiêu (đ/cp)						**25.968**
P/E 2023 @ Giá mục tiêu						16,7
P/E 2023 @ Giá đóng cửa ngày 10/08/2023						14,9

BVSC sử dụng phương pháp SOTP để định giá PAN, và vì hiện tại đã là Q3/2023, chúng tôi chuyển cơ sở định giá sang năm 2024. BVSC đưa ra mức giá mục tiêu là **25.968 đồng/cp** đối với cổ phiếu PAN. Mức giá đóng cửa của PAN tại ngày 10/08/2023 là 23.100 đồng/cp tương ứng với tiềm năng tăng trưởng +12%, vì vậy chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NEUTRAL** với PAN ở mức giá này. Chúng tôi cho rằng PAN là cổ phiếu đáng chú ý dựa vào câu chuyện (1) hồi phục của công ty con FMC; (2) gia tăng doanh thu của VFC nhờ phân phối sản phẩm của Syngenta và bán chéo các sản phẩm cùng NSC.

Phụ lục

Phụ lục 1. Triển vọng kinh doanh của một số công ty thành viên

KQKD năm 2022 của các công ty con niêm yết (triệu VNĐ)		
	Doanh thu thuần	**LNST**
ABT	616.639	64.289
BBC	1.612.663	192.917
FMC	**5.701.564**	**321.018**
LAF	509.816	25.742
NSC	**1.889.065**	**226.886**
VFG	**2.976.781**	**229.164**
Tổng	**13.655.103**	**794.302**

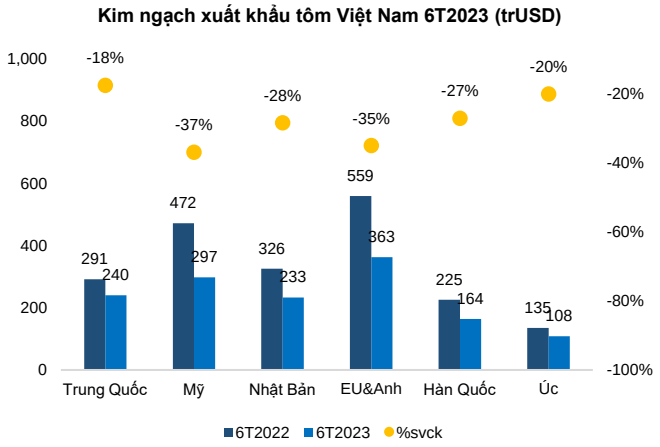
FMC, NSC, và VFG là 3 công ty con có đóng góp lớn nhất vào KQKD của PAN. Trong đó, FMC và NSC đang đứng trước cơ hội để mở rộng công suất sản xuất, và VFG có tiềm năng gia tăng doanh thu nhờ hợp tác chiến lược với Syngenta.

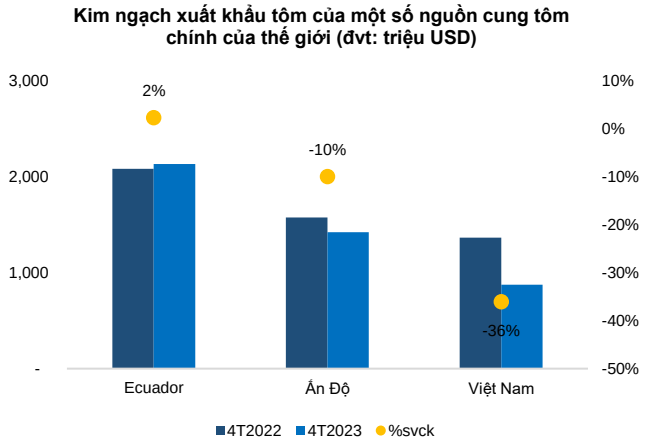
Phụ lục 1.1. CTCP Thực phẩm Sao Ta (HOSE: FMC): Kỳ vọng đáy lợi nhuận đã nằm trong 1H2023

Kết quả kinh doanh (tỷ VNĐ)

Chỉ tiêu	Q2/2023	Tăng trưởng %yoy	Tăng trưởng %qoq	1H2023	Tăng trưởng %yoy
Doanh thu thuần	**1.033**	**-26,8%**	**2,4%**	**2.041**	**-25,5%**
Tôm	1.000	-26,4%	4,9%	1.954	-26,3%
Nông Sản	33	-37,9%	-40,5%	88	0,3%
Biên lợi nhuận gộp	**8,5%**	**-322,9 bps**	**49,6 bps**	**8,2%**	**-208,1 bps**
Tôm	7,0%	-354,1 bps	-47,8 bps	7,2%	-244 bps
Nông Sản	53,6%	1190,5 bps	3697,3 bps	30,5%	79,9 bps
Lợi nhuận gộp	**88**	**-47,0%**	**8,8%**	**168**	**-40,5%**
Lợi nhuận sau thuế	**76**	**-35,8%**	**56,6%**	**125**	**-22,4%**
LNST sau CĐTS	**71**	**-37,6%**	**62,9%**	**115**	**-25,8%**

Triển vọng ngành:





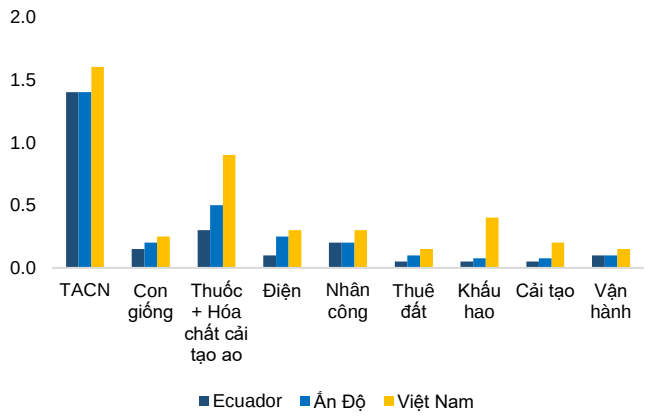
Nguồn: Agromonitor

1H2023 ảm đạm. Kim ngạch xuất khẩu tôm lũy kế 6T2023 chỉ đạt 1,5 tỷ USD (-31%yoy). Các thị trường lớn của Việt Nam đều giảm giá trị xuất khẩu, cụ thể Nhật Bản -28%svck, Mỹ -37%svck, EU&Anh -35%svck, Trung Quốc -18%svck. Giá tôm nguyên liệu và giá bán của Việt Nam đều lao dốc trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ toàn cầu nhìn chung vẫn ảm đạm.

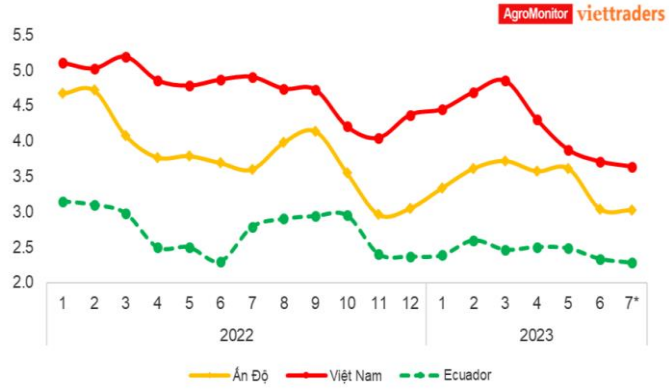
Sự hồi phục trong 2H2023 còn cần quan sát thêm. Theo chia sẻ của FMC và MPC, lượng tồn kho tại thị trường Mỹ đang có xu hướng giảm. Do vậy, nhu cầu tiêu thụ có thể trở lại trong 2H2023-2024, vốn là thời điểm cao điểm đối với ngành Tôm. Tuy nhiên, BVSC cho rằng sự hồi phục còn cần đánh giá thêm do:

- **Người tiêu dùng vẫn thắt chặt hầu bao với mặt hàng thực phẩm ở phân khúc cao:** Giá bán của các sản phẩm Tôm xuất khẩu thường cao hơn so với các mặt hàng Cá tra; cụ thể, giá bán tôm trung bình 1H2023 là 9,37USD/kg, so với mức 2,4USD/kg của Cá tra. Ngoài ra, Cá tra được coi là mặt hàng thiết yếu tại một số thị trường như EU và Anh, do có khả năng thay thế mặt hàng cá thịt trắng, vốn được sử dụng nhiều trong khẩu phần của người tiêu dùng ở các thị trường này. Trong khi đó, tôm là mặt hàng ở phân khúc cao hơn, và chịu ảnh hưởng nặng nề từ việc người tiêu dùng thắt chặt hầu bao trong 1H2023. Điều này được thể hiện trong việc kim ngạch của 3 nguồn cung tôm chính trên thế giới đi ngang/giảm trong nửa đầu năm 2023. Trong bối cảnh lạm phát vẫn ở mức cao và có tác động tiêu cực tới đời sống của người tiêu dùng ở nhiều nước lớn, sự hồi phục của các sản phẩm thủy sản ở phân khúc cao vẫn cần thêm thời gian để theo dõi và đánh giá.
- **Cạnh tranh với các sản phẩm tôm giá rẻ từ Ecuador và Ấn Độ chiếm ưu thế tại Mỹ hơn trong bối cảnh lạm phát.** Đây là vấn đề vốn luôn hiện hữu đối với ngành tôm Việt Nam, và đặc biệt trở nên trầm trọng hơn khi nhu cầu tiêu thụ suy yếu. Ecuador và Ấn Độ có lợi thế về chi phí nuôi rẻ hơn tôm Việt Nam nhờ có (1) vùng nuôi trồng tập trung, quy mô lớn; và (2) chính sách hợp nhất chuỗi giá trị sản xuất hiệu quả, giúp đảm bảo về đầu vào (con giống, TACN, v.v.) có chất lượng tốt và giá thành thấp. Ngoài ra, trong giai đoạn chuỗi cung ứng tắc nghẽn trong năm 2022, Ecuador còn có lợi thế về khoảng cách địa lý do gần với nước nhập khẩu lớn là Mỹ.

Ước tính chi phí nuôi trồng tôm (USD/kg)



So sánh giá tôm thẻ nguyên liệu cỡ 70 con/kg (USD/kg)



Nguồn: Agromonitor, FMC

Triển vọng doanh nghiệp:

Chỉ có số ít doanh nghiệp Việt Nam hiện đang khắc phục điểm yếu về đầu vào và nuôi trồng của ngành tôm Việt Nam, trong đó có FMC. Tiềm năng tăng trưởng của FMC trong giai đoạn 2022-2027 sẽ đến từ việc sử dụng toàn bộ công suất thiết kế của hai nhà máy mới và khai thác vùng nuôi 520ha.

Hai nhà máy mới đi vào hoạt động trong năm 2023, gia tăng gấp đôi công suất thiết kế. Nhà máy Tam An đã đi vào hoạt động trong Q1/2022, và nhà máy Thủy sản Sao Ta (TSST) đã đi vào hoạt động trong Q1/2023. Cho tới tháng 7/2023, nhà máy TSST (công suất thiết kế 15.000 tấn/năm, chiếm 38% tổng công suất mảng tôm hiện tại của FMC) đang hoạt động ở mức 40% công suất. BVSC giả định tương đối thận trọng đối với việc sản xuất của 2 nhà máy mới, trong bối cảnh ngành tôm vẫn còn nhiều khó khăn về tiêu thụ, và nhà máy mới cần thời gian để dần ổn định hoạt động.

Lịch vận hành dự kiến	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Nhà máy Thủy sản Sao Ta (% CSTK)	8%	30%	55%	75%	95%
Nhà máy Tam An* (% CSTK)	40%	70%	95%	95%	95%
Sản lượng tôm gia tăng (% tăng trưởng yoy)	1%	23%	14%	9%	8%

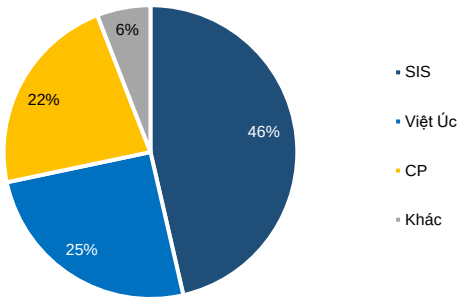
**giả định 50% dây chuyền của Tam An được sử dụng chế biến sản phẩm tôm*
*** Giả định 95% là mức công suất tối đa do cần thời gian bảo dưỡng*

Khai thác vùng nuôi 525 ha. Vào tháng 7/2022, FMC đã hoàn thành việc mua vùng nuôi 203 ha sau khi hoàn thành mua Công ty TNHH Vĩnh Thuận, nâng tổng diện tích vùng nuôi sở hữu lên khoảng 525 ha. Doanh nghiệp đã hoàn tất thả nuôi toàn bộ 525ha vào ngày 16/7/2023. Dựa trên chia sẻ của doanh nghiệp, BVSC dự kiến vùng nuôi 525ha có khả năng cung cấp khoảng 15.000-20.000 tấn tôm nguyên liệu cho FMC tùy thuộc vào tình hình thời tiết và thủy văn, nâng tỷ lệ tự chủ lên mức 30%. Việc có vùng nuôi lớn và tập trung tương tự như cách làm của các doanh nghiệp Ecuador, có thể mang lại lợi ích kinh tế về quy mô cho FMC.

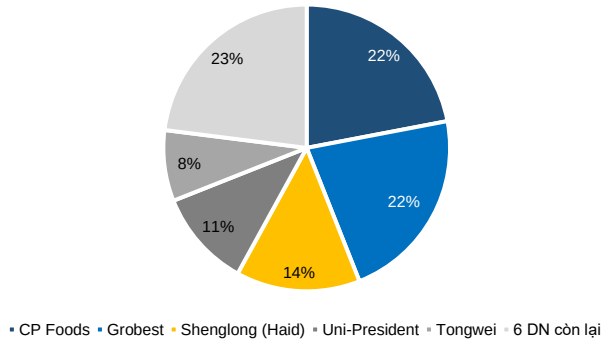
Dự phóng về tự chủ tôm nguyên liệu	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Diện tích khai thác (ha)	322	422	525	525	525	525
% tự chủ	20%	25%	30%	30%	30%	30%
Sản lượng tôm từ ao nhà (tấn)	6.783	7.183	11.214	13.036	14.286	15.536
BLNG mảng Tôm (%)	10,0%	9,8%	10,2%	10,4%	10,1%	9,8%

Hợp tác với CP và dần bước vào mắt xích con giống. FMC hiện tại đang chủ yếu sử dụng con giống và TACN từ cổ đông chiến lược CP Việt Nam. Nhờ vậy, FMC được ưu tiên hơn trong việc lựa chọn con giống và TACN. Trong dài hạn, doanh nghiệp có kế hoạch nghiên cứu và mở rộng kinh doanh vào mảng con giống tôm. Nhìn chung, việc có nguồn đầu vào chất lượng cao sẽ hỗ trợ hoạt động nuôi trồng của FMC đạt hiệu quả cao.

Thị phần con giống tôm Việt Nam năm 2022

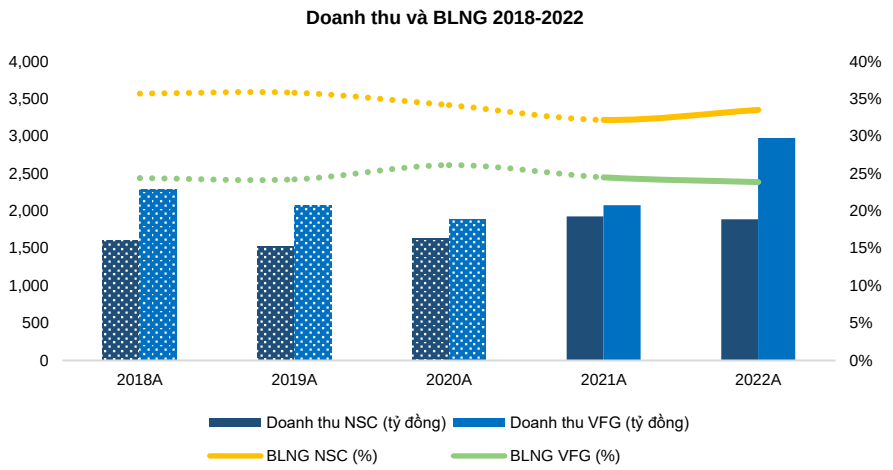


Thị phần thức ăn cho tôm ở Việt Nam 2022



Nguồn: Shrimp Insights

Phụ lục 1.2. CTCP Tập đoàn Giống cây trồng Việt Nam (HOSE: NSC) và CTCP Khử trùng Việt Nam (HOSE: VFG): Tích hợp để phát triển



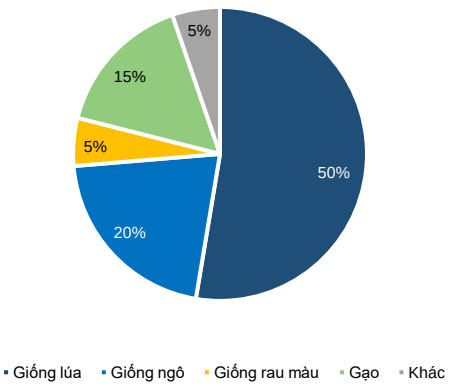
** VFG bắt đầu hợp nhất vào PAN từ năm 2021*

NSC là doanh nghiệp đứng đầu trong mảng giống cây trồng tại Việt Nam, chiếm 21% thị phần ngành năm 2022. Cụ thể, NSC là doanh nghiệp chiếm thị phần số 1 trong mảng giống lúa, và chiếm 10% thị phần mảng giống ngô. Hiện nay, một số địa phương đang xem xét khuyến nghị người nông giảm số vụ thu hoạch lúa trong năm - chỉ trồng lúa vào 2 vụ (thay vì 3 vụ như thông thường), xen kẽ giữa các vụ lúa là trồng các loại rau màu ngắn ngày. Việc giảm số vụ lúa tuy có thể giảm nhu cầu sử dụng giống lúa trên toàn ngành, tuy nhiên NSC có một số điểm mạnh có thể khai thác thêm:

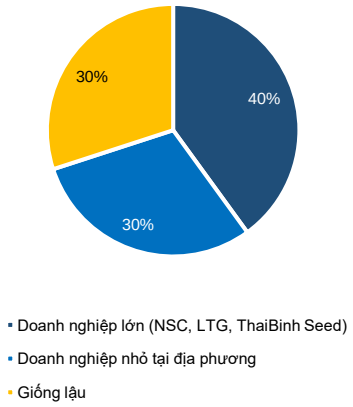
- **Người nông dân lựa chọn hạt giống có chất lượng cao.** Nhằm đảm bảo sản lượng thu hoạch tốt trong bối cảnh giảm số vụ thu hoạch, người nông dân có thể gia tăng sử dụng hạt giống có chất lượng cao, thay vì sử dụng giống lậu không rõ nguồn gốc. Theo chia sẻ của PAN, mọi giống lúa đều có xu hướng thoái hóa sau khoảng 10 năm. Vì vậy, các doanh nghiệp lớn như PAN và LTG đều nghiên cứu để cải tiến giống lúa hiện hữu/đưa ra giống lúa mới để đảm bảo chất lượng hạt giống cho người nông dân. Sử dụng giống lúa mua trực tiếp từ doanh nghiệp thay vì giống lậu có thể giúp mang lại năng suất cao và ổn định cho người nông dân.

- **Tích hợp bán sản phẩm với công ty cùng tập đoàn là VFG.** VFG là doanh nghiệp phân phối thuốc BVTV, vì vậy việc bán tích hợp sản phẩm giống và thuốc BVTV có thể giúp 2 doanh nghiệp giảm chi phí bán hàng và quản lý trong dài hạn. Từ tháng 9/2023, NSC và VFG cùng tham gia dự án "Tăng thu nhập cho người trồng lúa" do Sở Nông nghiệp và Phát triển nông thôn tỉnh Đồng Tháp xây dựng. Đây là dự án thuộc đề án tái cơ cấu ngành nông nghiệp; dự án này hướng tới hỗ trợ nông dân thực hiện xen canh hiệu quả hơn. Hai doanh nghiệp sẽ cung cấp và hướng dẫn người nông dân sử dụng hạt giống và thuốc BVTV, và thực hiện bao tiêu đầu ra với giá thu mua cao hơn giá thị trường khoảng 200-300đ/kg. Tuy quy mô thử nghiệm chiếm chưa tới 1% tổng diện tích trồng lúa của tỉnh, đây là những bước đầu trong việc bán tích hợp các sản phẩm của NSC và VFG; trong thời gian tới, chúng tôi cho rằng có thể theo dõi thêm về sự cải thiện trong doanh thu và chi phí bán hàng và quản lý để đánh giá độ hiệu quả của việc bán tích hợp.

Cơ cấu doanh thu NSC 2022



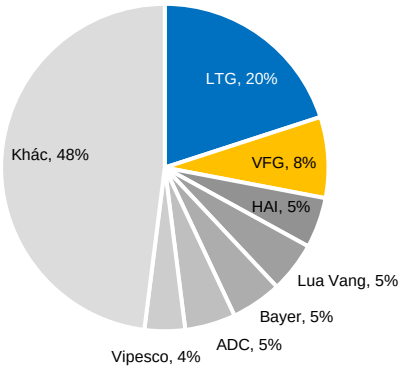
Ước tính cơ cấu mảng giống cây trồng VN



Nguồn: PAN

VFG đứng trước cơ hội mở rộng thị phần nhờ hợp tác với Syngenta. VFG hiện đứng vị trí thứ 2 trong mảng thuốc BVTV, nắm thị phần khoảng 10-11%. Ở mảng dịch vụ khử trùng, VFG hầu như chi phối thị trường khi nắm 60% thị phần năm 2022. VFG bắt đầu phân phối các sản phẩm của Syngenta từ Q1/2022, và đây là yếu tố hỗ trợ tăng trưởng của VFG trong thời gian tới. Theo chia sẻ của PAN, doanh thu từ Syngenta đóng góp khoảng 70% doanh thu thuốc BVTV, và 50% tổng doanh thu năm 2022 của VFG. VFG hiện đang phân phối khoảng 3-4 nhãn hàng lớn của Syngenta, và dự định sẽ gia tăng sản phẩm trong tương lai. Ngoài ra, 90% doanh thu thuốc BVTV của PAN đến từ các sản phẩm phân phối, vì vậy những thông tin về tìm kiếm thêm các nhãn hàng có thể là yếu tố hỗ trợ tăng trưởng doanh thu của VFG trong dài hạn.

Cơ cấu thị trường Nông dược*

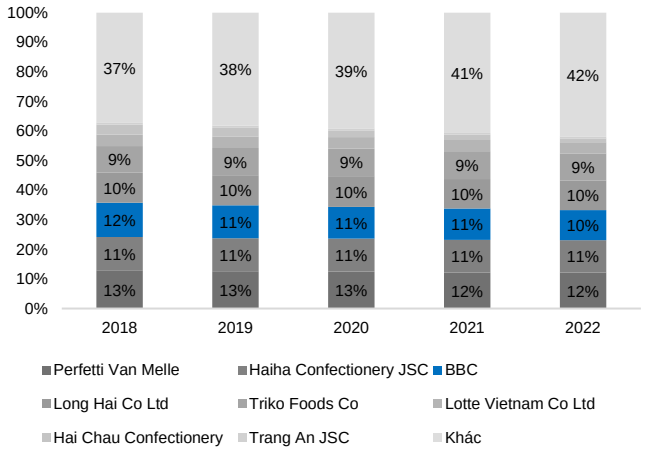


Nguồn: Investor Meeting ngày 7/9/2022 của PAN
Dựa trên KQKD năm 2022 của LTG và VFG, BVSC cho rằng thị phần của LTG đã giảm so với đồ thị trên, trong khi VFG gia tăng thị phần lên **mức 10-11%.*

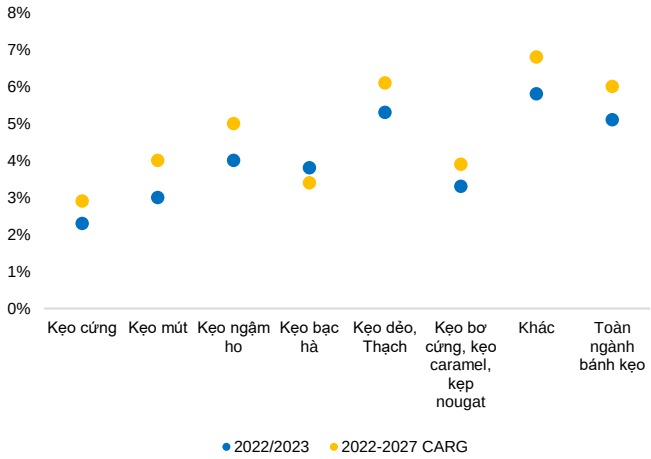
Phụ lục 1.3. CTCP Bibica (HOSE: BBC): Tìm kiếm đối tác chiến lược

BBC là doanh nghiệp có thâm niên lâu năm trong lĩnh vực sản xuất bánh kẹo. Tuy nhiên, doanh nghiệp cũng gặp một số khó khăn trong giai đoạn 5 năm trở lại đây là (1) Giảm thị phần mảng Kẹo; và (2) Nhu cầu tiêu thụ toàn ngành giảm do ảnh hưởng của dịch COVID-19. Trong giai đoạn 2020-2021, KQKD của doanh nghiệp suy giảm do ảnh hưởng của dịch COVID-19; lợi nhuận (đã loại trừ khoản lợi nhuận từ thanh lý nhà máy Bibica Miền Đông) đã có sự hồi phục trong năm 2022, tuy nhiên vẫn ở mức thấp hơn mặt bằng lợi nhuận trước dịch.

Thị phần mảng Kẹo Việt Nam 2018-2022



Dự phóng nhu cầu tiêu thụ bánh kẹo Việt Nam 2022-2027F

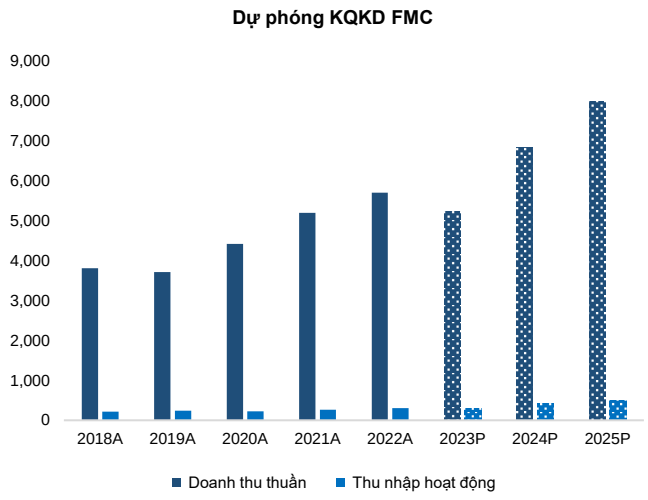


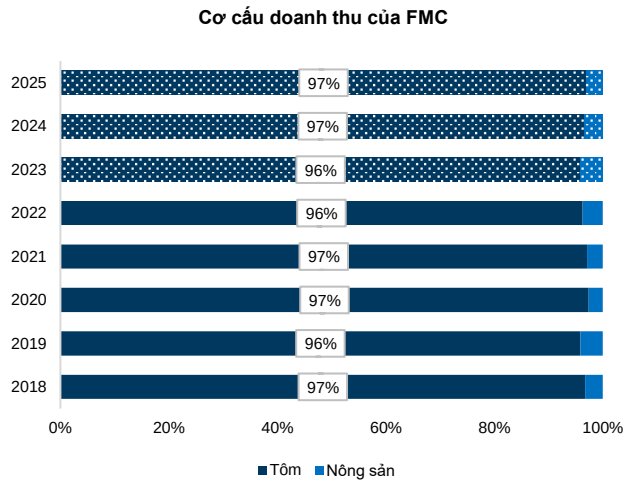
Nguồn: Euromonitor

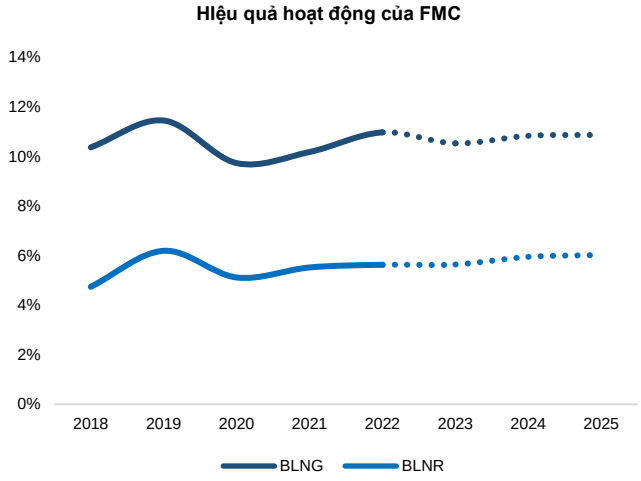
PAN chia sẻ đang tìm kiếm đối tác chiến lược cho BBC, sau khi Lotte thoái vốn hoàn toàn vào năm 2020. Trong dài hạn, BBC dự định sẽ phát triển thêm các dòng sản phẩm bánh kẹo có lợi cho sức khỏe như kẹo probiotic, bánh có hàm lượng chất xơ cao, v.v. Ngành bánh kẹo nói chung vẫn còn dư địa tăng trưởng nhờ tầng lớp trung lưu lớn, tuy nhiên việc BBC có thể gia tăng lợi nhuận nhanh chóng còn tương đối khó khăn do doanh nghiệp chưa có kế hoạch mở rộng công suất và các doanh nghiệp bánh kẹo cạnh tranh gay gắt về giá bán.

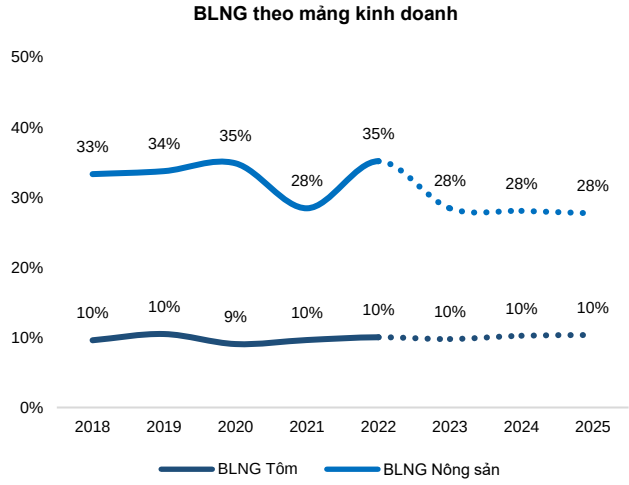
Phụ lục 2. Chi tiết dự phóng KQKD 2023-2024

Phụ lục 2.1. Dự phóng KQKD FMC 2023-2024





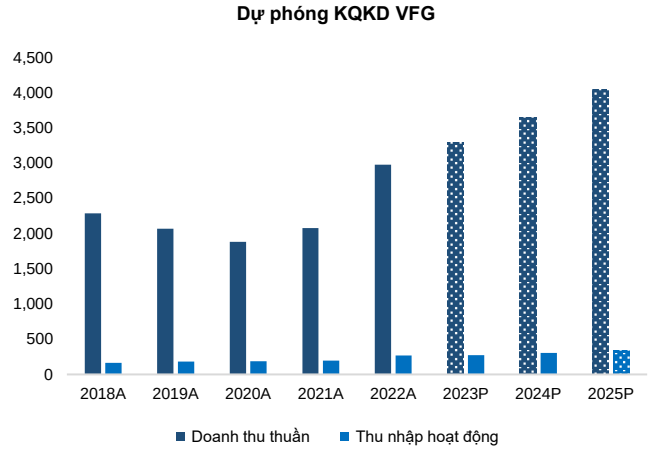


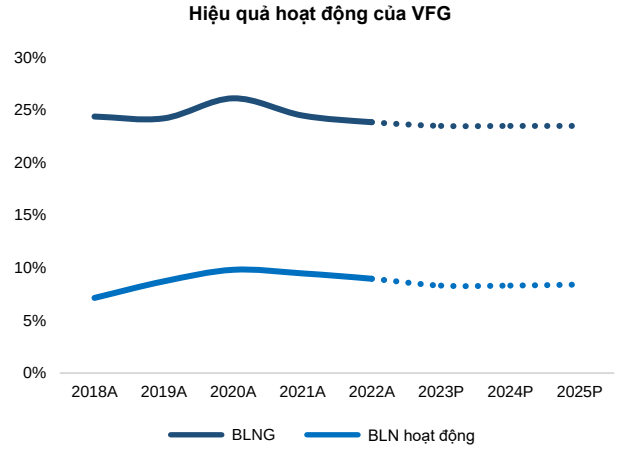


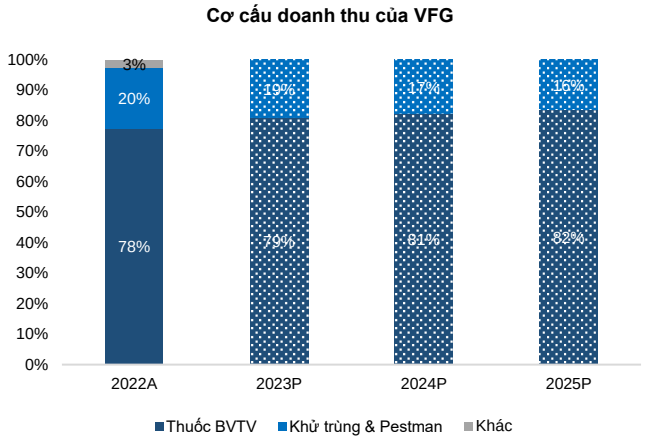
Chi tiết dự phóng của BVSC như sau:

- Mảng Tôm
  - Giá bán 2023F/2024F -6%svck/+1%svck
  - Sản lượng 2023F/2024F -3%svck/+30%svck. Sản lượng chỉ giảm nhẹ trong năm 2023F nhờ chủ động giảm giá bán. Nhu cầu tiêu thụ 2024F dự kiến khả quan hơn, do vậy FMC có thể gia tăng sản lượng từ hai nhà máy mới.
  - Tỷ lệ tự chủ tôm năm 2023/2024F lần lượt là 25%/30%.
- Mảng Nông sản
  - Giá bán 2023F/2024F -5%svck/+1%svck
  - Sản lượng 2023F/2024F +4%svck/+5%svck.
  - Nhìn chung doanh thu mảng Nông sản có gia tăng, nhưng vẫn chỉ chiếm 3-4% tổng doanh thu của FMC do chiến lược của FMC vẫn chú trọng vào sản phẩm Tôm.

Phụ lục 2.2. Dự phóng KQKD VFG 2023-2024

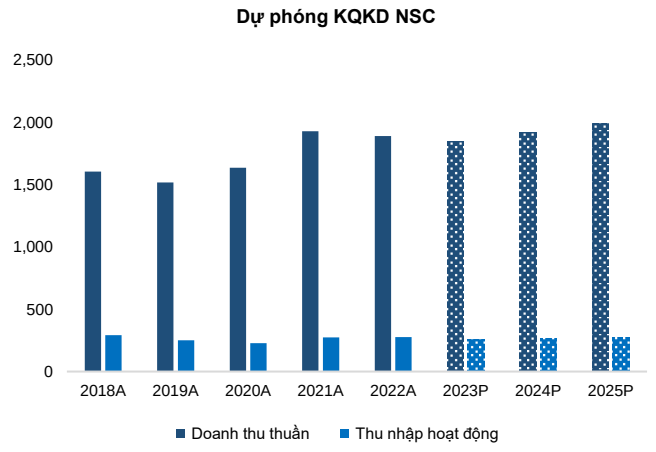


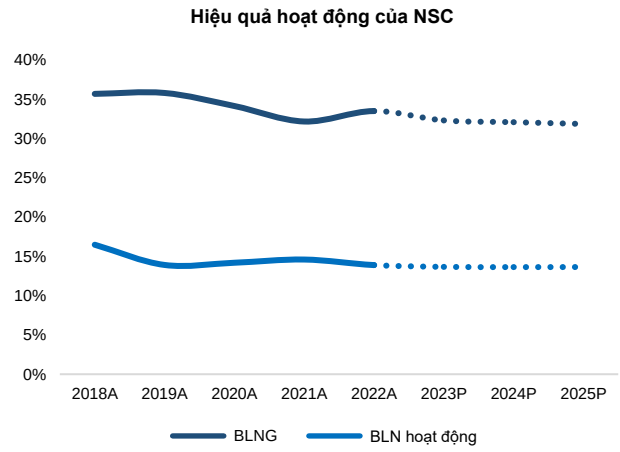


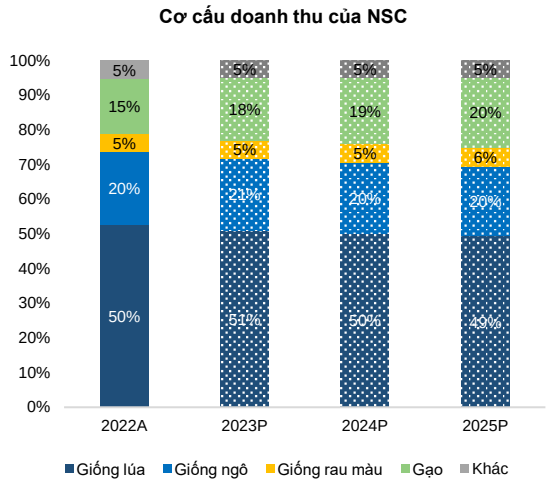


Chúng tôi cho rằng doanh thu từ Syngenta sẽ là động lực thúc đẩy tăng trưởng lớn nhất của VFG trong giai đoạn 2023-2024. BVSC giả định doanh thu mảng Thuốc BVTV (hiện sản phẩm của Syngenta đang chiếm 70% doanh thu mảng này) sẽ có tăng trưởng 13%/năm. BLNG ở mức 23,5% do các sản phẩm của VFG thường có biên lợi nhuận tương đối ổn định qua các năm.

Phụ lục 2.3. Dự phóng KQKD NSC 2023-2024

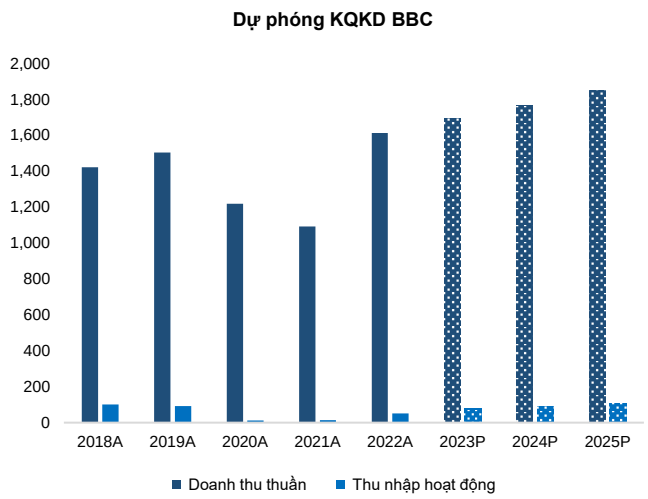


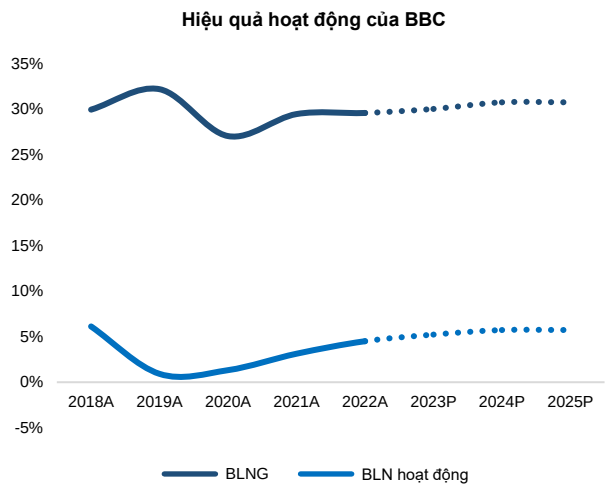




BVSC giả định doanh thu mảng Giống Lúa sẽ có tăng trưởng 0%svck/2%svck trong năm 2023 và 2024. Doanh thu mảng Giống Rau dự kiến tăng trưởng khả quan hơn nhờ việc gia tăng hộ dân thực hiện xen canh. Mảng Gạo tuy có thể hưởng lợi về giá bán do nguồn cung toàn cầu thắt chặt, tuy nhiên doanh thu của mảng Gạo sẽ chỉ chiếm tối đa 20% trong giai đoạn 2023-2027.

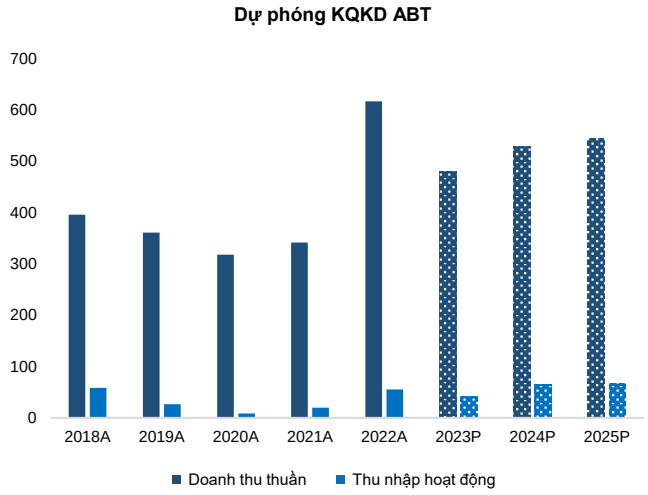
Phụ lục 2.4. Dự phóng KQKD BBC 2023-2024

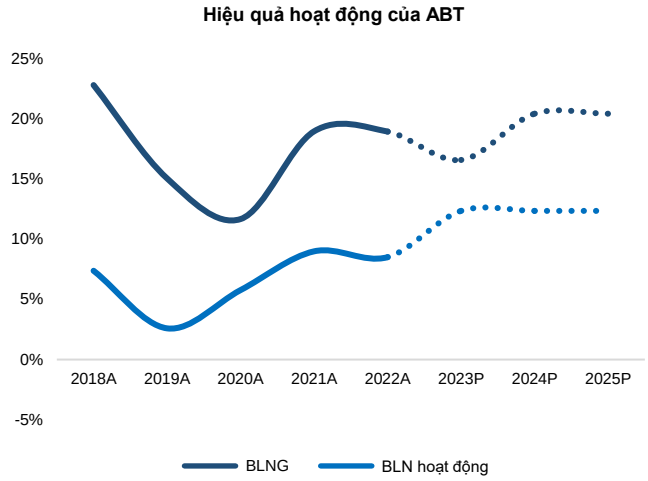


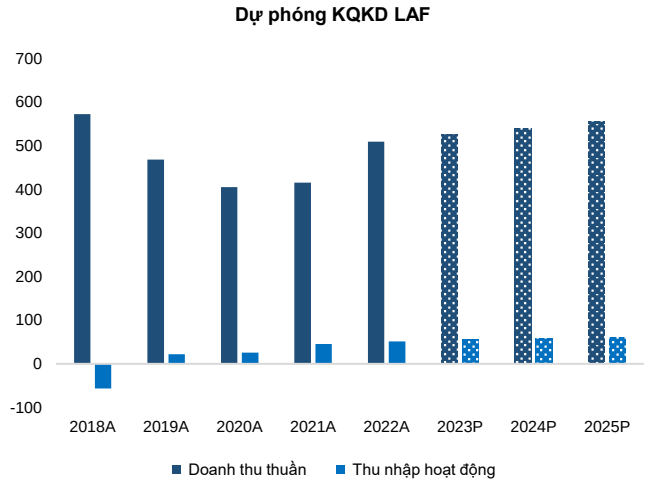


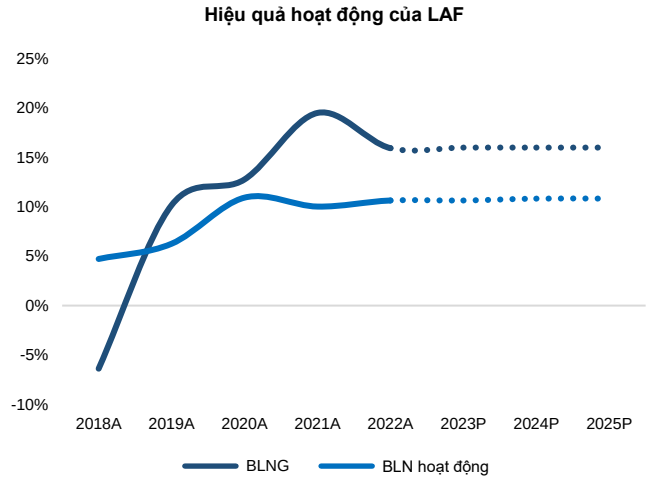
BVSC giả định Doanh thu của BBC sẽ tăng trưởng +4,5%/năm. BLNG tăng lên mức 30%/30,7% trong năm 2023/2024-2027 nhờ việc chi phí đầu vào tiếp tục hạ nhiệt trong 2H2023 và BBC phát triển thêm các sản phẩm ở phân khúc cao cấp hơn trong giai đoạn 2024-2027.

Phụ lục 2.4. Dự phóng KQKD ABT và LAF 2023-2024









Năm 2022, ABT và LAF chỉ đóng góp tổng cộng 8% vào doanh thu của PAN. Chúng tôi cho rằng KQKD của ABT sẽ có sự hồi phục svck trong Q4/2023 khi tới thời gian cao điểm của xuất khẩu cá tra, tuy nhiên doanh thu của cả năm 2023 vẫn sẽ giảm -22%svck.

Đối với LAF, việc kí thêm đơn hàng với các khách hàng mới tại Nhật Bản, Mỹ và Trung Quốc sẽ là giúp doanh thu 2H2023 khởi sắc. Tuy nhiên, do chưa có thông tin về số lượng khách hàng và giá trị của đơn hàng, chúng tôi để tăng trưởng doanh thu 2023F/2024F thận trọng ở mức 3%/năm.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VNĐ)	**2021**	**2022**	**2023F**	**2024F**
Doanh thu thuần	**9.249**	**13.655**	**13.419**	**15.633**
Giá vốn	(7.498)	(10.919)	(10.733)	(12.574)
Lợi nhuận gộp	1.750	2.736	2.686	3.059
Doanh thu tài chính	312	317	591	443
Chi phí tài chính	(266)	(362)	(547)	(504)
Lợi nhuận sau thuế	**296**	**374**	**350**	**470**

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ đồng)	**2021**	**2022**	**2023F**	**2024F**
Tiền & khoản tương đương tiền	2.841	1.838	1.814	2.487
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.606	2.068	2.032	2.368
Hàng tồn kho	2.526	3.049	2.998	3.492
Tài sản cố định hữu hình	3.402	3.827	3.736	3.520
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	208	514	514	514
Tổng tài sản	**15.024**	**16.082**	**15.553**	**17.894**
Nợ ngắn hạn	5.993	7.813	6.329	7.380
Nợ dài hạn	1.452	391	384	447
Vốn chủ sở hữu	7.580	7.878	8.840	10.068
Tổng nguồn vốn	**15.024**	**16.082**	**15.553**	**17.894**

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	**2021**	**2022**	**2023F**	**2024F**
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	11%	48%	-2%	16%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	57%	26%	-7%	34%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên	19%	20%	20%	20%
Lợi nhuận thuần biên	3%	3%	3%	3%
ROA	2%	2%	2%	3%
ROE	4%	5%	4%	5%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Nợ vay/Tổng tài sản	34%	33%	32%	25%
Nợ vay/Tổng vốn chủ sở hữu	62%	66%	65%	44%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	1.252	1.603	1.552	2.086
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	28.532	35.033	36.414	40.869

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Hà Minh Anh,** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu hiện tại so với giá mục tiêu, xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại. Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên +15%
NEUTRAL	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ từ -15% đến +15%
UNDERPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ dưới -15%

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng
Giám đốc khối
dungpt@bvsc.com.vn

Lưu Văn Lương
Phó Giám đốc khối
luonglv@bvsc.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc
Phó Giám đốc khối
ngocnch@bvsc.com.vn

Đỗ Long Khánh
Hàng không, Tài chính, Dầu khí
khanhdl@bvsc.com.vn

Lê Thanh Hòa
Ngân hàng, Tiện ích công cộng
hoalt@bvsc.com.vn

Trần Xuân Bách
Phân tích kỹ thuật
bachtx@bvsc.com.vn

Trần Phương Thảo
Bất động sản, Vật liệu xây dựng
thaotp@bvsc.com.vn

Trương Sỹ Phú
Hàng tiêu dùng, CNTT
phuts@bvsc.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền
Chuyên viên vĩ mô
huyenhtm@bvsc.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh
Nông nghiệp, Tiện ích công cộng
anhnhm@bvsc.com.vn

Trần Đăng Mạnh
Bán lẻ, Vật liệu cơ bản
manhtd@bvsc.com.vn

Nguyễn Hồng Hoa
Chiến lược thị trường
hoanh@bvsc.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng
Thép, Xây dựng, Vật liệu xây dựng
hoangnd@bvsc.com.vn

Nguyễn Huỳnh Bảo Trâm
Cảng, Vận tải biển, Ngân hàng
tramnhb@bvsc.com.vn

Lê Hoàng Phương
Chứng Khoán
phuonglh@bvsc.com.vn

Trần Tuấn Dương
Tiện ích công cộng, Cao su tự nhiên, VLXD
duongtt@bvsc.com.vn

Tôn Nữ Nhật Minh
Dược phẩm, Hóa chất cơ bản
minhtnn@bvsc.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888