

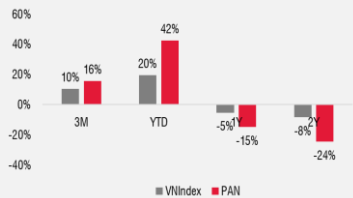
## CTCP Tập đoàn Pan (PAN: HOSE)

**Ngày Báo cáo:** 31/08/2023  
**NGÀNH:** HÀNG TIÊU DÙNG  
**CVPT:** Đặng Trần Minh  
**Email:** [minhdt1@ssi.com.vn](mailto:minhdt1@ssi.com.vn)  
**SĐT:** +84-24 3936 6321 ext. 8671

Giá CP ngày 31/08/2023: **21.950 Đồng**

Giá trị vốn hoá (triệu USD): 184  
 Giá trị vốn hoá (tỷ đồng): 4.449  
 Số cổ phiếu lưu hành (triệu): 208,9  
 KLGD trung bình 3 tháng (cp): 2.113.733  
 Giá cao/thấp nhất 52T (1000 Đ): 26,6/12,9  
 GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng): 44,1  
 Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%): 18,36  
 Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%): 0

### Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

### Thông tin cơ bản về công ty

CTCP Tập đoàn PAN (PAN: HOSE) thành lập năm 2005 và từ năm 2013 bắt đầu chuyển thành tập đoàn nông nghiệp và thực phẩm tiên phong cung cấp các sản phẩm chất lượng và giải pháp sáng tạo trong chuỗi giá trị tích hợp "3F" phục vụ người tiêu dùng Việt Nam và thế giới. Tổng tài sản tăng gấp 4 lần trong giai đoạn 2017-2022 thông qua hình thức mua lại một số công ty hàng đầu trong lĩnh vực thực phẩm (bánh kẹo, các loại hạt, nước mắm, thủy sản) và nông nghiệp (hạt giống, thuốc BVTV, giải pháp trang trại) bao gồm CTCP Tập đoàn Giống cây trồng Việt Nam, CTCP Bibica, CTCP Thực phẩm Sao Ta, CTCP Aquatex Bến Tre, CTCP Khử trùng Việt Nam... (hầu hết các công ty này đều đã niêm yết). Trong giai đoạn này, PAN đạt tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) đối với doanh thu thuần và EBITDA lần lượt là 27% và 23%.

## Triển vọng tăng trưởng mạnh vào nửa cuối năm

Lũy kế nửa đầu năm 2023, Tập đoàn PAN ghi nhận doanh thu và NPATMI lần lượt là 5,3 nghìn tỷ đồng (giảm 14% svck) và 105 tỷ đồng (giảm 40% svck). Nếu loại trừ khoản lợi nhuận đột biến từ bán tài sản trong Q1/2023 của công ty con Bibica thì NPATMI chỉ giảm 21% svck. Xét theo mảng kinh doanh, mảng thủy sản có mức giảm nhiều nhất do nền kinh tế suy giảm cùng với mức nền cao của nửa đầu năm 2022. Mảng nông nghiệp có giá vốn hàng bán cao hơn và sức mua mảng giống cây trồng yếu, trong khi gạo đóng gói, thuốc BVTV và thuốc khử trùng có tăng trưởng.

Bất chấp sự sụt giảm trong nửa đầu năm 2023, tập đoàn vẫn giữ kế hoạch doanh thu và LNST lần lượt là 15,2 nghìn tỷ đồng (+11% svck) và 840 tỷ đồng (tăng 6% svck), với kỳ vọng vào những chuyển biến tốt của thị trường như:

- Vụ mùa Đông Xuân dự kiến tốt hơn:** doanh thu của NSC và VFG nửa cuối 2023 dự kiến sẽ tốt hơn nhờ: 1) giá gạo tăng tạo động lực cho nông dân trồng trọt, 2) lãi suất vay thấp hơn giúp nông dân mua nguyên liệu và vật tư (hạt giống, thuốc BVTV) dễ dàng hơn và 3) lượng giống cây trồng tồn kho của NSC đủ nhờ sự chuẩn bị tốt hơn.
- Mảng thủy sản phục hồi:** Chúng tôi cho rằng lợi nhuận của FMC và ABT đã chạm đáy trong Q2/2023 và sẽ phục hồi trong nửa cuối năm. Dấu hiệu phục hồi được nhận thấy ở số lượng đơn đặt hàng hồi phục, trong khi mức tồn kho tại Mỹ và Châu Âu giảm (xem Biểu đồ 8 & 9 và quan điểm của chúng tôi về sự phục hồi của ngành thủy sản tại [đây](#)). Sự ưa chuộng của thị trường Nhật Bản đối với các sản phẩm chế biến của FMC và ABT cũng sẽ hỗ trợ cho sự tăng trưởng. Ngoài ra, **chi phí hoạt động kinh doanh thấp hơn:** thức ăn thủy sản, tôm nguyên liệu và chi phí vận chuyển đã giảm so với mức cao của năm trước cũng sẽ tác động tích cực đến lợi nhuận của FMC và ABT.

Với các yếu tố thuận lợi như vậy, chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh của Tập đoàn sẽ phục hồi từ Q3/2023, trong đó NSC, VFG và FMC sẽ tiếp tục đóng góp chính vào tăng trưởng. Trong năm 2023, chúng tôi ước tính doanh thu thuần và LNST hợp nhất lần lượt là 14,4 nghìn tỷ đồng (tăng 6% svck) và 842 tỷ đồng (tăng 6% svck hay tăng 23% svck nếu loại trừ khoản lợi nhuận bất thường của 2022), cao hơn một chút so với kế hoạch lợi nhuận của công ty.

Chúng tôi cũng đưa ra dự báo doanh thu thuần và NPATMI trong năm 2024 lần lượt là 15,5 nghìn tỷ đồng (tăng 8% svck) và 486 tỷ đồng (tăng 24% svck), dựa trên giả định tăng trưởng cao ở NSC và FMC. Ở mức giá hiện

tại là 21.300 đồng, cổ phiếu đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2023 và 2024 lần lượt là 12x và 10x và P/B là 0,9x và 0,8x, thấp hơn mức P/E và P/B trung bình 5 năm.

Với vị thế là tập đoàn gồm các doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực nông nghiệp & thực phẩm trong nước, chiến lược tăng trưởng trung và dài hạn của PAN dựa trên:

- **Hiện đại hóa nông nghiệp và cao cấp hóa các mặt hàng nông sản truyền thống, nhằm nâng cao lợi nhuận và giành thị phần:** Các công ty con đang chuyển đổi từ mô hình hàng hóa truyền thống sang tích hợp chuỗi giá trị và các sản phẩm bán trực tiếp tới người tiêu dùng. Tập đoàn cũng đang ưu tiên nâng cao lợi nhuận của từng công ty con để cải thiện mức hiệu quả của nguồn vốn đã đầu tư.
- **Tạo sức mạnh cộng hưởng và mở rộng độ bao phủ trên thị trường xuất khẩu:** Hợp tác giữa các công ty con sẽ tạo ra nhiều chiến lược cộng hưởng thú vị (ví dụ như bán chéo, chia sẻ nguồn lực R&D, quảng bá hiệu quả thông qua thương hiệu mẹ PAN Group). Ngoài ra, khi áp dụng tiêu chuẩn cao hơn, các công ty con có thể thâm nhập vào các thị trường cao cấp với nhiều yêu cầu về an toàn, bền vững, truy xuất nguồn gốc.

**Quan điểm ngắn hạn:** Chúng tôi kỳ vọng thị trường khó khăn đã qua và biên lợi nhuận của PAN sẽ được cải thiện kể từ thời điểm hiện tại. Tuy nhiên, chúng tôi cũng cho rằng kết quả Q3/2023 có thể chưa đạt được mức như Q3/2022.

**Yếu tố hỗ trợ/tăng/giảm đối với khuyến nghị:** giá nguyên liệu cho mảng thủy sản cao hơn/thấp hơn; nhu cầu toàn cầu về tôm và cá tra cao hơn/yếu hơn, điều kiện thời tiết bất lợi như El Nino.

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	7.813	8.329	9.249	13.655	14.413	15.497
Tăng trưởng DTT	-0,2%	6,6%	11,0%	47,6%	5,6%	7,5%
Lợi nhuận gộp	1.658	1.537	1.750	2.736	2.937	3.151
Biên Ln gộp	21,2%	18,5%	18,9%	20,0%	20,4%	20,3%
Thu nhập tài chính	175	300	312	317	299	336
Chi phí tài chính	-186	-292	-266	-362	-404	-422
SG&A	-1.182	-1.201	-1.301	-1.866	-1.842	-1.989
Thu nhập ròng khác	-1	-10	5	98	1	2
Lợi nhuận trước thuế	516	395	561	932	991	1.077
Lợi nhuận ròng	452	333	511	794	842	916
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	-20,3%	-26,3%	53,3%	55,5%	6,1%	8,7%
Biên lợi nhuận ròng	5,8%	4,0%	5,5%	5,8%	5,8%	5,9%
EPS (VND)	1.487	870	1.369	1.728	1.816	2.248

Nguồn: PAN, SSI Research

Các mã cổ phiếu được đề cập trong báo cáo bao gồm: NSC, VFG, FMC, ABT, BBC, LAF. 584 Nha Trang chưa niêm yết.

## Cập nhật KQKD Q2/2023

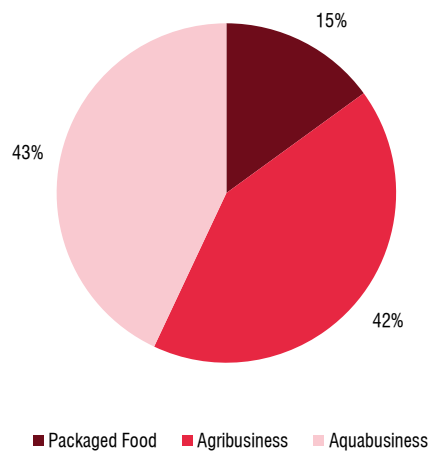
Tỷ đồng	2Q23	2Q22	YoY	1Q23	QoQ	% hoàn thành kế hoạch năm	Biên lợi nhuận			
							2Q23	2Q22	1Q23	2022
Doanh thu thuần	2.778	3.223	-13,8%	2.531	9,7%	35%				
Lợi nhuận gộp	542	676	-19,9%	434	24,8%		19,5%	21,0%	17,1%	20,1%
Lợi nhuận hoạt động	299	333	-10,1%	228	31,0%		10,8%	10,3%	9,0%	6,3%
EBIT	299	332	-10,0%	229	30,9%		10,8%	10,3%	9,0%	8,5%
EBITDA	428	443	-3,3%	335	27,8%		15,4%	13,8%	13,2%	12,1%
Lợi nhuận trước thuế	187	255	-26,3%	131	43,2%		6,7%	7,9%	5,2%	6,7%
Lợi nhuận ròng	160	229	-30,1%	107	49,7%	32%	5,8%	7,1%	4,2%	5,7%
Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ	65	99	-34,3%	40	62,7%		2,3%	3,1%	1,6%	2,7%

Nguồn: PAN, SSI Research

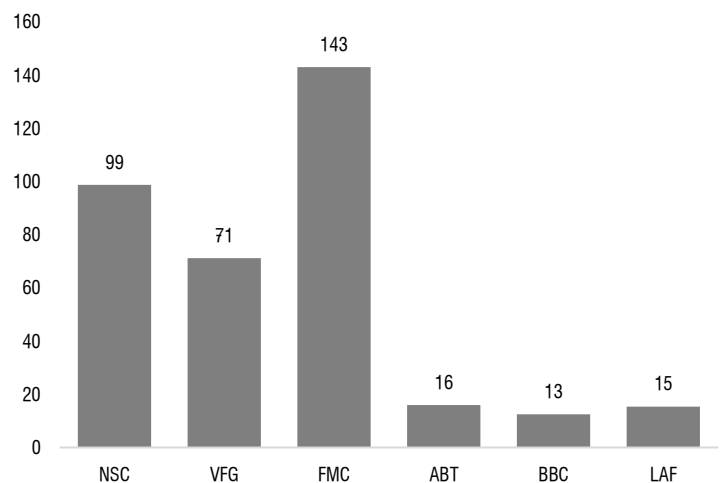
Trong Q2/2023, Tập đoàn PAN công bố doanh thu và LNST của cổ đông công ty mẹ (NPATMI) hợp nhất lần lượt là 2,8 nghìn tỷ đồng (giảm 12% svck) và 65 tỷ đồng (giảm 34% svck). Lũy kế nửa đầu năm 2023, tập đoàn ghi nhận doanh thu và NPATMI lần lượt là 5,3 nghìn tỷ đồng (giảm 14% svck) và 105 tỷ đồng (giảm 40% svck); NPATMI giảm svck do lợi nhuận đột biến từ bán tài sản trong Q1/2022 từ công ty con Bibica Corp (BBC). Nếu loại trừ khoản này thì NPATMI chỉ giảm 21% svck. So sánh với quý trước thì doanh thu và NPATMI hợp nhất tăng lần lượt 12% và 63%.

Xét theo cơ cấu doanh thu theo mảng kinh doanh thì nông nghiệp, thủy sản và thực phẩm đóng gói đóng góp lần lượt là 42%, 43% và 15% vào doanh thu. Nuôi trồng thủy sản mặc dù vẫn đóng góp tỷ trọng nhiều nhất vào doanh thu của công ty, nhưng lại ghi nhận doanh thu giảm mạnh nhất svck do suy thoái kinh tế và mức nền doanh thu cao trong nửa đầu năm 2022. FMC (nuôi trồng thủy sản) và NSC (nông nghiệp) là hai mảng đóng góp lớn nhất trong Q2/2023 theo EBITDA (xem Biểu đồ 2).

Biểu đồ 1: Mảng thủy sản vẫn đóng góp nhiều nhất vào doanh thu của PAN trong nửa đầu năm 2023



Biểu đồ 2: EBITDA Q2/2023 của các công ty con niêm yết của PAN (tỷ đồng)



Nguồn: PAN

Dưới đây là một số diễn biến chính từ KQKD nửa đầu năm 2023, theo từng mảng:

### **Mảng nông nghiệp**

*CTCP Tập đoàn Giống cây trồng Việt Nam (NSC: HOSE)*

Tỷ đồng	6T2023	6T2022	% svck
Doanh thu thuần	834	894	-7%
Lợi nhuận gộp	263	312	-16%
Biên lợi nhuận gộp	32%	35%	-10%

Lũy kế nửa đầu năm 2023, doanh thu và NPATMI của NSC lần lượt đạt 928 tỷ đồng (giảm 6% svck) và 90 tỷ đồng (giảm 25% svck) do mảng giống bị ảnh hưởng do nhu cầu giảm và chi phí nguyên vật liệu cao hơn. Tuy nhiên, sản lượng lúa giống và giá bán bình quân dự kiến sẽ phục hồi mạnh trong các tháng cuối năm 2023 (xem thêm ở phần Triển vọng nửa cuối năm 2023).

Mặt khác, doanh thu và lợi nhuận gộp của gạo đóng gói thương hiệu riêng của NSC tăng lần lượt 15% svck và 50% svck chủ yếu nhờ giá bán bình quân cao hơn và hàng tồn kho chi phí thấp (hàng tồn kho từ niên vụ năm trước). Biên lợi nhuận gộp ước tính ở mức 15%, cao hơn so với các công ty cùng ngành do công ty được hưởng lợi từ việc tích hợp chuỗi cung ứng từ lựa chọn hạt giống, chế biến, đóng gói và tiếp thị (chỉ ký hợp đồng với nông dân khâu trồng trọt). Tuy nhiên, doanh thu từ gạo đóng gói hiện chiếm 25% doanh thu của NSC trong nửa đầu năm 2023 do là mảng kinh doanh mới. NSC dự kiến sẽ bán được khoảng 25.000-30.000 tấn gạo đóng gói trong năm nay với mục tiêu doanh thu đạt 500 tỷ đồng (chủ yếu từ thị trường nội địa).

*CTCP Khử trùng Việt Nam (VFG: HOSE)*

Tỷ đồng	6T2023	6T2022	% svck
Doanh thu thuần	1.363	1.344	1%
Lợi nhuận gộp	319	315	1%
Biên lợi nhuận gộp	23%	23%	0%

VFG đạt doanh thu và LNST lần lượt là 1.537 nghìn tỷ đồng (tăng 2% svck) và 112 tỷ đồng (tăng 9% svck), trong đó biên lợi nhuận ròng tăng 50 điểm cơ bản. Mặc dù nhu cầu và giá bán bình quân trên toàn ngành đều giảm, công ty vẫn duy trì mức tăng trưởng đáng khích lệ do người nông dân ưa chuộng các sản phẩm Syngenta mà VFG phân phối. Hơn nữa, chi phí của các sản phẩm nhập khẩu giảm chủ yếu do tỷ giá giảm trong nửa đầu năm 2023.

### **Mảng thủy sản:**

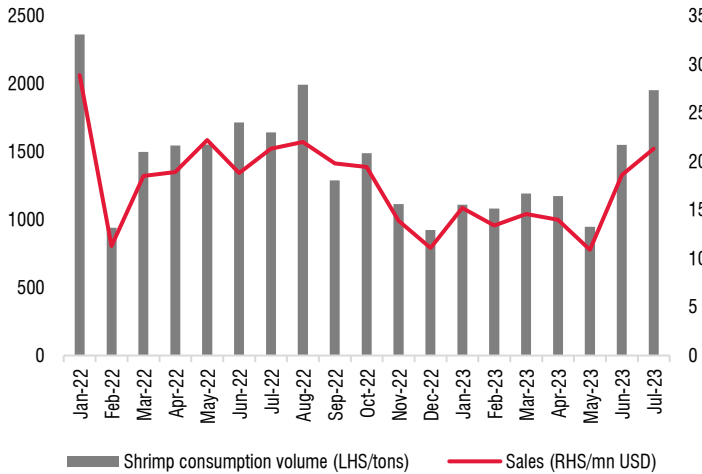
*CTCP Thực phẩm Sao Ta (FMC: HOSE)*

Tỷ đồng	6T2023	6T2022	% svck
Doanh thu thuần	2.041	2.739	-25%
Lợi nhuận gộp	168	282	-41%
Biên lợi nhuận gộp	8%	10%	-20%

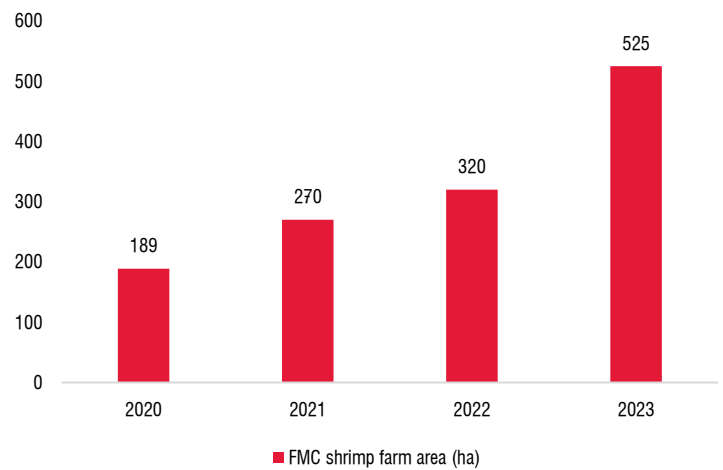
Lũy kế 6 tháng nửa đầu năm 2023, FMC đạt doanh thu và NPATMI lần lượt là 2 nghìn tỷ đồng (giảm 26% svck) và 112 tỷ đồng (giảm 28% svck). Nhu cầu giảm từ các thị trường xuất khẩu chính như Châu Mỹ và Châu Âu đã ảnh hưởng tiêu cực đến cả sản lượng của FMC và giá bán bình quân. Thị trường Nhật Bản đóng góp khoảng

40% doanh thu đã giúp hạn chế sự suy giảm này. Chúng tôi cho rằng doanh thu xuất khẩu đã chạm đáy và sẽ phục hồi từ nửa cuối năm 2023 (xem Biểu đồ 3). Giá bán bình quân cao hơn/cạnh tranh bớt gay gắt hơn ở thị trường Nhật Bản cùng với chi phí thức ăn/vận chuyển thấp hơn dự kiến sẽ giúp FMC hoàn thành kế hoạch kinh doanh năm 2023.

**Biểu đồ 3. Sản lượng tiêu thụ và doanh thu theo tháng của FMC có xu hướng phục hồi**



**Biểu đồ 4. Việc mở rộng ao nuôi sẽ cải thiện biên lợi nhuận gộp của FMC**



Nguồn: FMC, PAN, SSI Research

#### CTCP Xuất nhập khẩu Thủy sản Bến Tre (ABT: HOSE)

Tỷ đồng	6T2023	6T2022	% svck
Doanh thu thuần	258	312	-17%
Lợi nhuận gộp	44	63	-30%
Biên lợi nhuận gộp	17%	20%	-16%

Doanh thu và NPATMI của ABT lần lượt đạt 258 tỷ đồng (giảm 17% svck) và 38 tỷ đồng (giảm 3% svck). Doanh thu giảm do mức tồn kho cao và nhu cầu giảm ở các thị trường xuất khẩu chính (Mỹ và Châu Âu), và biên lợi nhuận gộp giảm do chi phí thức ăn ở mức cao. Tuy nhiên, LNST đã cải thiện so với năm ngoái nhờ cổ tức từ FMC và chi phí giảm (cụ thể chi phí vận chuyển đã giảm so với mức cao kỷ lục trong năm 2022). Nhật Bản cũng là thị trường trọng điểm dự kiến giúp ABT đạt được mức tăng trưởng lợi nhuận bền vững hơn.

**Mảng thực phẩm đóng gói***CTCP Bibica (BBC: HOSE) và CTCP Chế biến Hàng xuất khẩu Long An (LAF: HOSE)*

<b>BBC (tỷ đồng)</b>	<b>6T2023</b>	<b>6T2022</b>	<b>% svck</b>
Doanh thu thuần	447	545	-18%
Lợi nhuận gộp	110	130	-15%
Biên lợi nhuận gộp	25%	24%	3%

<b>LAF (tỷ đồng)</b>	<b>6T2023</b>	<b>6T2022</b>	<b>% svck</b>
Doanh thu thuần	208	178	17%
Lợi nhuận gộp	32	34	-6%
Biên lợi nhuận gộp	15%	19%	-20%

Trong mảng thực phẩm đóng gói, Bibica (doanh nghiệp sản xuất bánh kẹo) đóng góp tỷ trọng doanh thu lớn nhất. BBC ghi nhận doanh thu và NPATMI lần lượt là 447 tỷ đồng (giảm 18% svck) và 3 tỷ đồng (tăng 5% svck nếu loại trừ khoản lợi nhuận bất thường từ bán tài sản trong nửa đầu năm 2022), đặt trong bối cảnh sức mua suy yếu. Doanh thu dự kiến sẽ cải thiện do nửa cuối năm là thời điểm mà các nhà sản xuất bánh kẹo bận rộn với Tết Trung thu và Tết Nguyên đán. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng vẫn còn những thách thức như chi phí đầu vào (đường) cao và nhu cầu tiêu dùng yếu.

LAF đạt doanh thu và LNST lần lượt là 208 tỷ đồng (tăng 17% svck) và 12 tỷ đồng (tăng 20% svck) tiếp tục nhờ nhu cầu từ thị trường xuất khẩu (Nhật Bản, Mỹ, Hồng Kông). Cụ thể, trong Q2/2023, doanh thu cao hơn dự kiến và chi phí tài chính thấp hơn đã giúp lợi nhuận ròng của công ty tăng 86,8% svck.

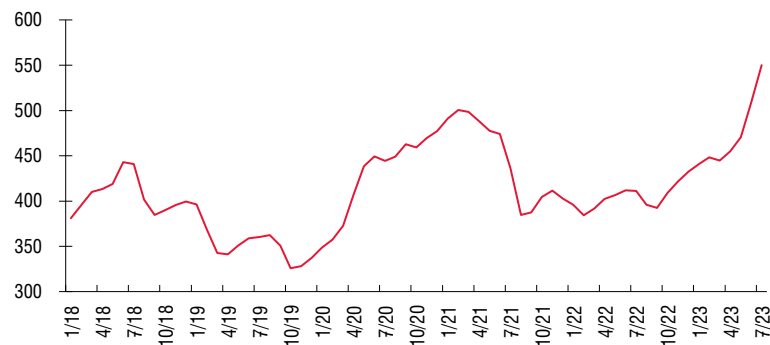
Đối với mặt hàng gia vị, 584 Nha Trang ghi nhận 130 tỷ đồng doanh thu và 10 tỷ đồng lợi nhuận ròng trong 6 tháng đầu năm 2023. Sau khi đổi nhận diện thương hiệu Nước mắm 584 Nha Trang và mở cơ sở đóng chai mới, công ty đang tiếp tục cải tiến kênh phân phối, đưa sản phẩm của công ty đến nhiều siêu thị trong và ngoài nước hơn. Sản phẩm 584 Nha Trang hướng tới thị trường nước mắm truyền thống, trong đó sản phẩm bán chạy nhất vẫn là nước mắm có độ đậm cao.

## Triển vọng và ước tính nửa cuối năm 2023

Đã hoàn thành 35% và 32% mục tiêu doanh thu và LNST năm 2023, PAN duy trì kế hoạch doanh thu và LNST lần lượt là 15,2 nghìn tỷ đồng (+11% YoY) và 840 tỷ đồng (+6% YoY), với kỳ vọng đạt kết quả 2H23 đủ mạnh để bù đắp cho 1H23 do:

- Vụ Đông Xuân dự kiến tốt hơn:** doanh thu của NSC và VFG dự kiến sẽ tốt hơn trong nửa cuối năm nhờ: 1) giá gạo tăng tạo động lực cho nông dân tái đầu tư (xem thêm biểu đồ giá dưới – chúng tôi sử dụng giá xuất khẩu làm đại diện cho giá gạo bán buôn trong nước), 2) lãi suất thấp hơn giúp cho nông dân vay mua vật tư (giống, thuốc BVTV) dễ dàng hơn và 3) lượng hàng tồn kho của công ty đủ nhờ sản lượng thu hoạch giống tốt hơn (NSC tự trồng hạt giống và thu hoạch để bán). VFG cũng sẽ được hưởng lợi từ nhu cầu cao hơn để chuẩn bị cho vụ mới, cùng với doanh thu từ các sản phẩm Syngenta mới. Hơn nữa, giá vật tư nông nghiệp đã bắt đầu tăng theo giá gạo, điều này sẽ có lợi cho NSC và VFG. Lợi nhuận của NSC mang tính thời vụ trong khi lợi nhuận của VFG khá ổn định.

**Biểu đồ 5: Giá xuất khẩu tăng sau lệnh cấm xuất khẩu của Ấn Độ - Biểu đồ Giá gạo tám 5% của Việt Nam (đơn vị: USD/tấn)**



Nguồn: *ycharts.com, SSI Research*

**Màng thủy sản phục hồi:** Chúng tôi cho rằng lợi nhuận của FMC và ABT đã chạm đáy trong Q2/2023 và sẽ phục hồi trong nửa cuối năm. Số lượng đơn đặt hàng tăng lên báo hiệu sự phục hồi, trong khi mức tồn kho tại Mỹ và Châu Âu đã giảm (xem Biểu đồ 8 & 9 và quan điểm của chúng tôi về sự phục hồi của ngành thủy sản tại [đây](#)). Sự ưa chuộng của thị trường Nhật Bản đối với các sản phẩm chế biến của FMC và ABT cũng sẽ hỗ trợ cho sự tăng trưởng của các doanh nghiệp này. Ngoài ra, **chi phí hoạt động kinh doanh thấp hơn:** thức ăn thủy sản, tôm nguyên liệu và chi phí vận chuyển đều đã giảm so với mức cao của năm trước cũng sẽ có tác động tích cực đến lợi nhuận của FMC và ABT.



## Ước tính năm 2023&2024

Xem xét các yếu tố thuận lợi trong nửa cuối năm 2023, chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng và NPATMI hợp nhất lần lượt là 842 tỷ đồng (tăng 6% svck, hay tăng 23% svck nếu loại trừ khoản lợi nhuận bất thường) và 393 tỷ đồng (tăng 5% svck), mức LN ròng cao hơn một chút so với kế hoạch của công ty. Chúng tôi kỳ vọng mảng nông nghiệp sẽ là động lực tăng trưởng chính trong năm nay.

Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lợi nhuận ròng và NPATMI trong năm 2024 lần lượt là 916 tỷ đồng (tăng 9% svck) và 486 tỷ đồng (tăng 24% svck), dựa trên giả định lợi nhuận tiếp tục tăng trưởng mạnh ở NSC và FMC. Ở mức giá hiện tại là 21.300 đồng, cổ phiếu đang giao dịch mức P/E dự phóng năm 2023 và 2024 lần lượt là 12x và 10x và P/B là 0,9x và 0,8x, thấp hơn mức trung bình 5 năm.

**Biểu đồ 6: Biên độ hệ số P/E của PAN**

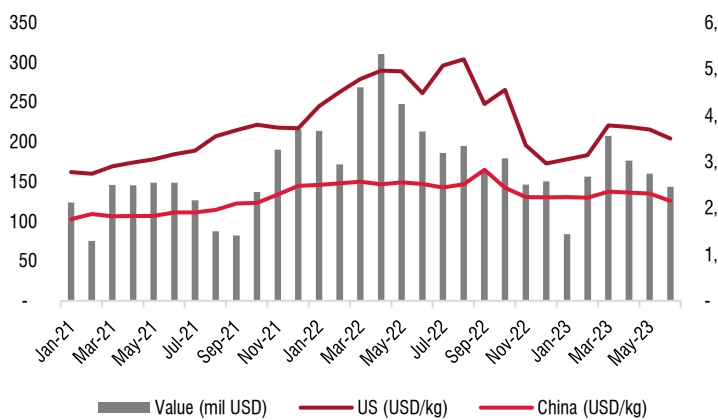


**Biểu đồ 7: Biên độ hệ số P/B của PAN**

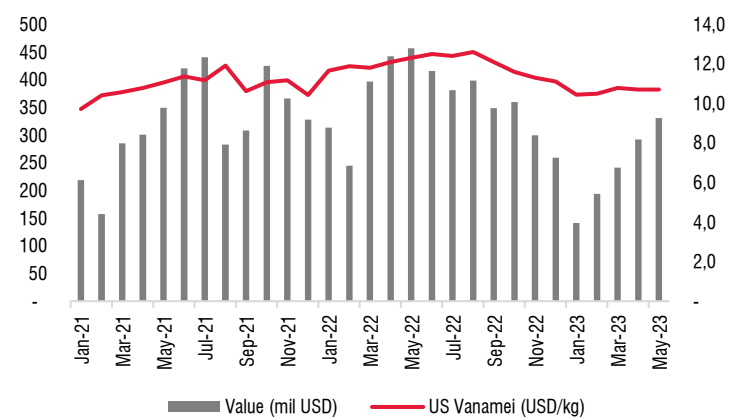


Nguồn: SSI Research

**Biểu đồ 8: Giá trị xuất khẩu cá tra và giá bán bình quân sang Mỹ và Trung Quốc**



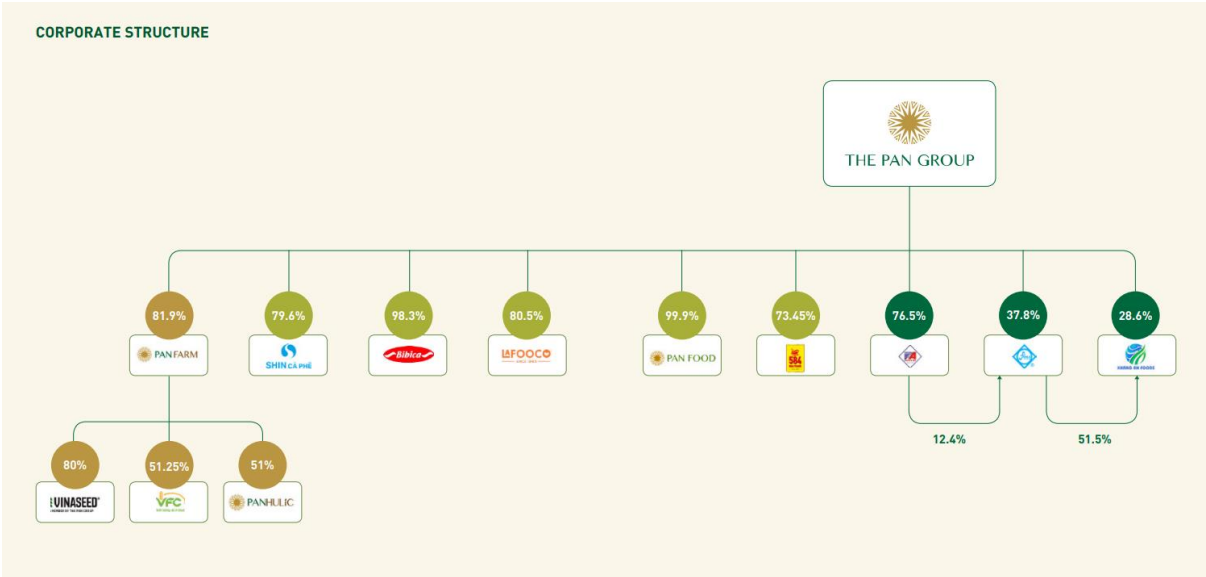
**Biểu đồ 9: Giá trị xuất khẩu tôm và giá bán bình quân sang Mỹ**



Nguồn: Agromonitor, SSI Research



Phụ lục 1: Cơ cấu công ty của Tập đoàn PAN



## PHỤ LỤC 2: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2021	2022	2023F	2024F
<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	2.841	1.838	3.078	4.292
+ Đầu tư ngắn hạn	2.944	2.988	3.106	3.106
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	1.606	2.068	2.139	2.170
+ Hàng tồn kho	2.526	3.049	4.006	4.360
+ Tài sản ngắn hạn khác	142	171	224	242
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>10.059</b>	<b>10.115</b>	<b>12.553</b>	<b>14.170</b>
+ Các khoản phải thu dài hạn	6	1	10	7
+ GTCL Tài sản cố định	3.402	3.827	3.289	2.750
+ Bất động sản đầu tư	43	414	17	0
+ Tài sản dài hạn dở dang	471	535	535	535
+ Đầu tư dài hạn	208	514	488	488
+ Tài sản dài hạn khác	835	674	716	750
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>4.965</b>	<b>5.967</b>	<b>5.055</b>	<b>4.531</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>15.024</b>	<b>16.082</b>	<b>17.608</b>	<b>18.701</b>
+ Nợ ngắn hạn	5.993	7.813	7.621	8.102
<i>Trong đó: vay ngắn hạn</i>	<i>3.838</i>	<i>5.121</i>	<i>4.591</i>	<i>4.939</i>
+ Nợ dài hạn	1.452	391	1.099	795
<i>Trong đó: vay dài hạn</i>	<i>1.152</i>	<i>4</i>	<i>678</i>	<i>341</i>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>7.444</b>	<b>8.203</b>	<b>8.719</b>	<b>8.897</b>
+ Vốn góp	2.164	2.164	2.164	2.164
+ Thặng dư vốn cổ phần	905	905	905	905
+ Lợi nhuận chưa phân phối	864	1.186	1.579	2.065
+ Quý khác	3.647	3.624	4.241	4.671
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>7.580</b>	<b>7.878</b>	<b>8.889</b>	<b>9.804</b>
<b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b>	<b>15.024</b>	<b>16.082</b>	<b>17.608</b>	<b>18.701</b>
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	-1.427	1.045	902	1.204
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	807	-1.937	26	0
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	1.436	-107	311	10
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>815</b>	<b>-998</b>	<b>1.240</b>	<b>1.215</b>
Tiền đầu kỳ	2.026	2.841	1.838	3.078
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>2.841</b>	<b>1.838</b>	<b>3.078</b>	<b>4.292</b>
<b>Các hệ số khả năng thanh toán</b>				
Hệ số thanh toán hiện hành	1,68	1,29	1,65	1,75
Hệ số thanh toán nhanh	1,23	0,88	1,09	1,18
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,97	0,62	0,81	0,91
Nợ ròng / EBITDA	1,68	1,69	1,35	0,91
Khả năng thanh toán lãi vay	3,56	4,85	10,22	10,49
Ngày phải thu	37,8	31,1	35,5	35,4
Ngày phải trả	26	31,6	36,6	36,1
Ngày tồn kho	96,9	93,2	112,2	123,7
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,5	0,49	0,5	0,52
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,5	0,51	0,5	0,48
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,98	1,04	0,98	0,91
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,66	0,65	0,59	0,54
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,51	0,65	0,52	0,5

Nguồn: PAN, SSI ước tính

Tỷ đồng	2021	2022	2023F	2024F
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>				
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>9.249</b>	<b>13.655</b>	<b>14.413</b>	<b>15.497</b>
Giá vốn hàng bán	-7.498	-10.919	-11.476	-12.347
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.750</b>	<b>2.736</b>	<b>2.937</b>	<b>3.151</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	312	317	299	336
Chi phí tài chính	-266	-362	-404	-422
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-740	-1.216	-1.228	-1.340
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-561	-650	-614	-649
<b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>556</b>	<b>834</b>	<b>990</b>	<b>1.076</b>
Thu nhập khác	5	98	1	2
Lợi nhuận trước thuế	561	932	991	1.077
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>511</b>	<b>794</b>	<b>842</b>	<b>916</b>
<b>Lợi nhuận chia cho cổ đông</b>	<b>296</b>	<b>374</b>	<b>393</b>	<b>486</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	215	420	450	429
<b>Chỉ số tài chính</b>				
EPS cơ bản (VND)	1.369	1.728	1.816	2.248
Giá trị sổ sách (VND)	19.073	20.762	23.354	25.602
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	0	0	0	0
EBIT	780	1.175	1.099	1.191
EBITDA	1.174	1.604	2.034	1.746
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	11,0%	47,6%	5,6%	7,5%
EBITDA	11,5%	36,7%	26,8%	-14,2%
EBIT	17,5%	50,6%	-6,5%	8,4%
Lợi nhuận ròng	53,3%	55,5%	6,1%	8,7%
Vốn chủ sở hữu	22,8%	3,9%	12,8%	10,3%
Vốn điều lệ	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	32,5%	7,0%	9,5%	6,2%
<b>Định giá</b>				
P/E	27,8	8,7	11,7	9,5
P/B	2	0,7	0,9	0,8
Giá/Doanh thu	0,9	0,2	0,3	0,3
Tỷ suất cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/EBITDA	6,3	2,2	2,6	3
EV/Doanh thu	0,8	0,3	0,4	0,3
<b>Các hệ số khả năng sinh lời</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	18,9%	20,0%	20,4%	20,3%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	6,7%	6,4%	6,6%	6,3%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	5,5%	5,8%	5,8%	5,9%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	8,0%	8,9%	8,5%	8,6%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	6,1%	4,8%	4,3%	4,2%
ROE	7,4%	10,3%	10,0%	9,8%
ROA	3,9%	5,1%	5,0%	5,0%
ROIC	6,3%	7,8%	6,9%	6,9%

## CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

## KHUYẾN NGHỊ

**Mua:** Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Khả quan:** Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Trung lập:** Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Kém khả quan:** Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Bán:** Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

#### Ví mô

##### Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

##### Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Ví mô

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

### Phân tích Định lượng

#### Lê Huyền Trang

Chuyên viên cao cấp Phân tích dữ liệu

tranglh1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8710

#### Nguyễn Bùi Minh Châu

Chuyên viên Phân tích dữ liệu

chaunbm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8706

### Phân tích Ngành Hàng Tiêu dùng

#### Đặng Trần Minh

Chuyên viên Phân tích Cổ phiếu

Minhdt1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8671

#### Dữ liệu

##### Lương Thị Việt

Chuyên viên cao cấp hỗ trợ

vietlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8714

#### Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715

#### Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702

### Chiến lược thị trường

#### Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

#### Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

baonq1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3059

#### Hồ Hữu Tuấn Hiếu, CFA

Chuyên gia Chiến lược đầu tư

hieuhht1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8704

#### Trần Thị Bảo Châu

Chuyên viên Chiến lược đầu tư

chauttb@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3043