

# CTCP Tập đoàn PAN (PAN)

## Kỳ vọng tăng trưởng tốt ở lĩnh vực nông nghiệp và thủy sản

Chuyên viên phân tích Lương Ngọc Tuấn Dũng  
dunglnt@kbsec.com.vn

08/03/2022

### Kết quả kinh doanh cả năm 2021 tăng trưởng tốt cả doanh thu và lợi nhuận

Doanh thu năm 2021 đạt 9,972 tỷ đồng (+19.7% YoY), LNST đạt 510 tỷ đồng (+53.2% YoY). Tăng trưởng tốt doanh thu cũng như hiệu quả hoạt động của PAN trong 2021 đến từ mảng giống cây trồng, nông dược và thủy sản và hạt. Cụ thể từ CTCP Tập đoàn Giống cây trồng Việt Nam (Vinaseed – NSC), CTCP Khử trùng Việt Nam (VFC), CTCP Thực phẩm Sao Ta (Fimex VN – FMC), Công ty Thủy sản Aquatex Bến Tre (ABT) và CTCP Chế biến hàng xuất khẩu Long An (Lafooco – LAF).

### Hợp nhất VFG trong năm 2022, VFG kỳ vọng tăng trưởng doanh thu 50% YoY nhờ hợp tác với Syngenta

Nhờ ký hợp tác chiến lược nhằm phân phối các sản phẩm thuốc bảo vệ thực vật với Syngenta, chúng tôi kỳ vọng doanh thu VFG tăng trưởng hơn 50% YoY từ mức hơn 2,000 tỷ đồng trong năm 2021.

### Các công ty con trong ngành thủy sản tiếp tục có được tốc độ tăng trưởng tốt trong 2022

KQKD của FMC và ABT được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng tốt nhờ (1) đưa vào 2 nhà máy sản xuất tăng công suất (FMC), (2) tối ưu chi phí trong quy trình sản xuất nhằm gia tăng biên lợi nhuận (ABT) và (3) toàn ngành thủy sản được hỗ trợ khi sản lượng tiêu thụ và giá bán duy trì tích cực.

### Thông qua kế hoạch phát hành và chào bán CP tăng vốn

Chốt phương án phát hành thêm và chào bán CP, số vốn hơn 1,600 tỷ sẽ được sử dụng tăng sở hữu tại các công ty con, thực hiện các hoạt động M&A phù hợp với định hướng phát triển của Tập đoàn.

### Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu: 47,300 VNĐ/cp

Năm 2022, dự phóng DTT PAN đạt 14,534 tỷ đồng (+45.74% YoY) và LN - CĐTĐ đạt 392 tỷ đồng (+32% YoY). Năm 2023, mức DTT đạt 18,348 tỷ đồng (+26% YoY) và LN - CĐTĐ ở mức 474 tỷ đồng (+20% YoY). Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu PAN, giá mục tiêu 47,300 VNĐ/cp, cao hơn 43% giá đóng cửa ngày 07/03/2022.

## MUA

**Giá mục tiêu 47,300 VNĐ**

Tăng/giảm (%)	43%
Giá hiện tại (07/03/2022)	33,000 VNĐ
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VNĐ/triệu USD)	6,893/33.39

#### Dữ liệu giao dịch

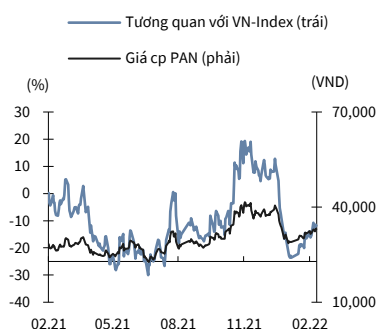
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	70%
GDTB 3 tháng (tỷ VNĐ, triệu USD)	120.3/5.3
Sở hữu nước ngoài	7.83%
Cổ đông lớn	CTCP Chứng khoán SSI (12.73%)

#### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	11	-12	14	15
Tương đối	10	-16	1	-12

#### Dự phóng KQKD & định giá

FY - end	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	8,329	9,972	14,534	18,348
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	405	553	905	1,090
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VNĐ)	333	510	888	1,073
EPS (nghìn VNĐ)	908	1,395	1,812	2,190
Tăng trưởng EPS (%)	-38.7	55.04	28.14	20.85
P/E (x)	38.23	27.59	18.7	15.1
P/B (x)	1.17	1.06	0.9	0.9
ROE (%)	8.91	12.97	14.97	16.72



## Giới thiệu chung về CTCP Tập đoàn PAN

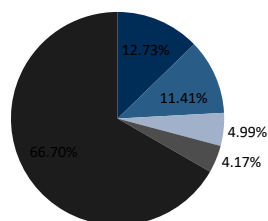
### Lịch sử hình thành và phát triển trên 20 năm

Được thành lập từ năm 1998 với vốn điều lệ 250 triệu đồng, trải qua hơn 20 năm hình thành và phát triển CTCP Tập đoàn PAN đã xây dựng một hệ thống nhiều các công ty con và công ty liên kết, với hoạt động cốt lõi ở hai lĩnh vực là nông nghiệp và thực phẩm.

Với mục tiêu nền tảng là duy trì những ngành kinh doanh truyền thống và mũi nhọn của Việt Nam bao gồm nông nghiệp, thủy sản, thực phẩm đến nay Tập đoàn PAN đã đạt được những thành tựu nhất định khi các công ty con đều là các doanh nghiệp tốt đầu ngành như: CTCP Tập đoàn Giống Cây Trồng Việt Nam (Vinaseed), CTCP Khử trùng Việt Nam (VFC), CTCP Thực phẩm Sao Ta (Fimex VN), CTCP Bibica (BBC), CTCP Chế biến hàng xuất khẩu Long An (Lafaoo), CTCP xuất nhập khẩu thủy sản Bến Tre (Aquatex Bentre), CTCP Thủy sản 584 Nha Trang,...

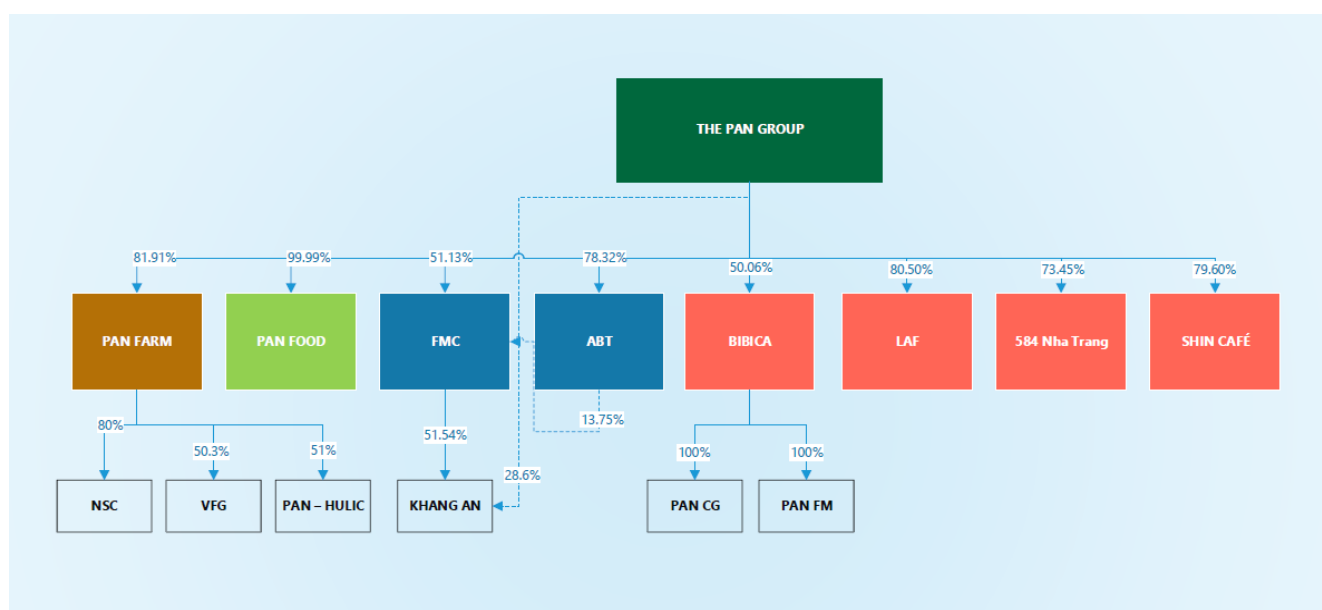
### Biểu đồ 1. Cơ cấu sở hữu

■ CTCP Chứng khoán SSI ■ NDH Invest ■ CTCP CSC Việt Nam ■ IFC ■ Khác



Nguồn: PAN, KBSV

### Hình 1. Sơ đồ tổ chức PAN



Nguồn: PAN, KBSV

**Các sản phẩm chính thuộc hai lĩnh vực nông nghiệp và thực phẩm**

Tập đoàn PAN sản xuất và kinh doanh các sản phẩm, dịch vụ thông qua các công ty con và công ty liên kết. Đối với ngành nông nghiệp, một số sản phẩm chính có thể kể đến giống cây trồng (giống lúa, ngô, rau, hoa), nông sản (hoa cắt cành, dâu tây, dưa lưới, gạo đóng túi), nông dược, thuốc khử trùng và bảo vệ thực vật. Trong khi đó, ngành thực phẩm bao gồm thực phẩm tiện lợi (bánh kẹo, hạt hoa quả sấy, sản phẩm dinh dưỡng và cà phê), thực phẩm hàng ngày (thủy sản đông lạnh, rau củ đông lạnh và nước mắm).

**Hệ thống phân phối trải khắp cả nước**

Tập đoàn hoạt động kinh doanh rộng khắp cả nước (63 tỉnh thành), với mạng lưới 450 nhà phân phối và 145,000 điểm bán, 3,800 siêu thị và siêu thị mini. Ngoài ra, các mặt hàng như gạo, thủy sản, hoa tươi, điều, hoa quả sấy, cà phê cũng được xuất khẩu đi nhiều các quốc gia trên thế giới như: Nhật Bản, Châu Âu, Hoa Kỳ, Canada, Úc, Hong Kong, Trung Đông, Trung Quốc,...

**Cơ cấu doanh thu (biểu đồ 3)**

Tập đoàn PAN vẫn duy trì tỉ trọng doanh thu lớn tới từ các mặt hàng thực phẩm (nước mắm, thủy sản, bánh kẹo, hạt trái cây sấy), trung bình các mặt hàng này chiếm trên 80% doanh thu. Các sản phẩm nông nghiệp khác như hạt giống cây trồng và gạo (từ NSC) chiếm 20% tổng doanh thu.

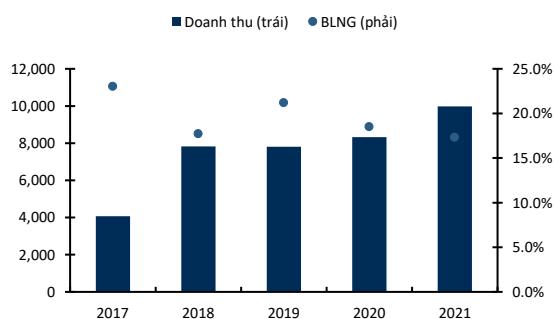
## Kết quả hoạt động kinh doanh 2021

**KQKD có phần suy giảm 6T đầu năm nhưng đã phục hồi mạnh mẽ trở lại trong Q4/2021**

Sau Q3/2021 bị ảnh hưởng nặng bởi giãn cách xã hội và dịch bệnh, đặc biệt tại các tỉnh miền Tây – nơi tập trung mảng thủy sản quan trọng của tập đoàn, trong Quý 4/2021, HĐKD của tập đoàn đã phục hồi tương đối tích cực. Tính riêng trong Q4/2021, doanh thu thuần đạt 3,570 tỷ đồng (+40.2% YoY) và LNST tăng trưởng 84.1% YoY, đạt 278 tỷ đồng. Trong Q4/2021, nhờ kiểm soát được các chi phí sản xuất, vận chuyển phần nào giúp cho biên EBITDA của tập đoàn tăng, kéo theo đó các chỉ số như ROE & ROA cũng được cải thiện so với cùng kỳ năm 2020 (biểu đồ 4).

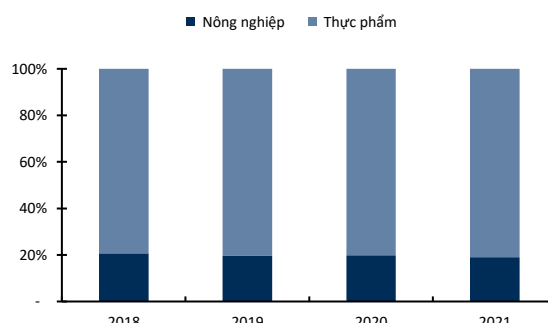
Tính cả năm 2021, doanh thu đạt 9,972 tỷ đồng (+19.7% YoY), LNST đạt 510 tỷ đồng (+53.2% YoY). BLNG chung ước tính ở mức 17.3% - giảm 1.2 điểm % so với cùng kỳ năm 2020. Theo chúng tôi, mức giảm biên lợi nhuận gộp chủ yếu tới từ việc một số mảng kinh doanh chính đã bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh dẫn tới chi phí đầu vào tăng.

**Biểu đồ 2. Doanh thu thuần và BLNG**



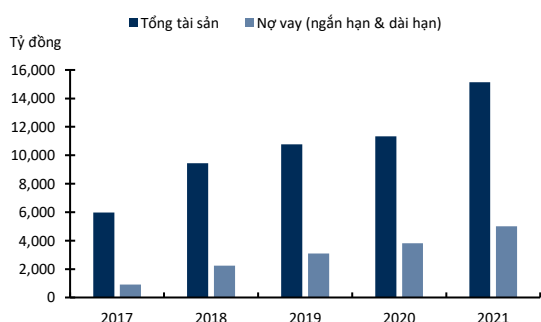
Nguồn: PAN, KBSV

**Biểu đồ 3. Cơ cấu doanh thu tập đoàn**



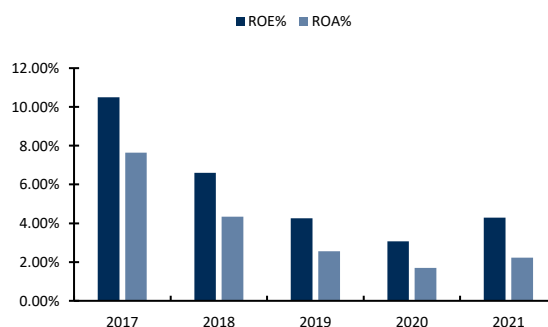
Nguồn: PAN, KBSV

**Biểu đồ 4. Tài sản và nợ vay các năm**



Nguồn: PAN, KBSV

**Biểu đồ 5. ROE và ROA qua các năm**



Nguồn: PAN, KBSV

Lĩnh vực nông nghiệp được thúc đẩy chính nhờ giá bán giống cây trồng tăng so với cùng kỳ

Lĩnh vực nông nghiệp của PAN đến chủ yếu từ hai mảng là hạt giống cây trồng và gạo. Nhìn chung, mặc dù cả năm bị ảnh hưởng của dịch bệnh song vẫn cho tăng trưởng tương đối tốt – doanh thu +18% YoY và LNST +16% YoY.

**Bảng 2. Mảng giống cây trồng và gạo**

	Q4/2021	Q4/2020	% YoY	2021	2020	% YoY
Doanh thu thuần	749	666	+12%	1,931	1,635	+18%
Lợi nhuận gộp	248	210	+18%	620	558	+11%
Lợi nhuận sau thuế	92	70	+31%	226	195	+16%
Biên LNG	33.1%	31.5%		32.1%	34.1%	
Biên LNST	12.3%	10.5%		11.7%	11.9%	

Nguồn: PAN, KBSV

Trong Q4/2021, biên LNG mảng nông nghiệp cải thiện 2 điểm % YoY, chủ yếu nhờ tăng trưởng tốt từ mảng giống cây trồng (+15% YoY), với giá bán trung bình tăng 25% so với cùng kỳ. Mặc dù cả năm 2021, biên lợi nhuận gộp của mảng này giảm 2 điểm % so với cùng kỳ, song vẫn giữ được mức biên lợi nhuận ròng đi ngang trên 11%.

Lĩnh vực thủy sản chịu ảnh hưởng bởi giãn cách xã hội trong Q2-Q3/2021

Tính cả năm 2021, toàn ngành tôm xuất khẩu ghi nhận 3,9 tỷ USD (+4% YoY) với các thị trường xuất khẩu chính là Mỹ (1 tỷ USD – thị phần từ Việt Nam đạt 13%), thị trường EU đạt hơn 576 triệu USD (+17% YoY). Tuy nhiên, hai thị trường lớn Nhật Bản và Trung Quốc (tỉ trọng 25% kim ngạch xuất khẩu) lại có những biện pháp khắt khe nhằm kiểm soát Covid-19 dẫn tới sụt giảm so với cùng kỳ 2020, Nhật Bản giảm 5.7% YoY và Trung Quốc giảm 21% YoY.

**Bảng 2. Mảng tôm xuất khẩu**

	Q4/2021	Q4/2020	% YoY	2021	2020	% YoY
Doanh thu thuần	1,444	1,209	+19.4%	5,199	4,415	+17.8%
Lợi nhuận gộp	202	155	+29.8%	529	430	+23.2%
Lợi nhuận sau thuế	110	64	+73.6%	287	226	+27.0%
Biên LNG	14%	12.9%		10.2%	9.7%	
Biên LNST	7.6%	5.3%		5.5%	5.1%	

Nguồn: PAN, KBSV

Mặc dù gặp khó khăn trong Q2-Q3/2021 khi các nhà máy tại miền Tây (chiếm 80% sản lượng chế biến toàn ngành) phải hạn chế hoạt động do đại dịch bùng phát, Q4/2021 ghi nhận sự phục hồi mạnh mẽ của tôm xuất khẩu khi các nhà máy được hoạt động toàn bộ công suất. Biên gộp của nhóm này cũng cải thiện tốt nhờ (1) giảm giá vốn nguyên liệu khi các ao nuôi tự chủ hiệu quả và (2) giá cước vận tải có phần hạ nhiệt trong Q4/2021.

Cá tra Việt Nam ghi nhận mức xuất khẩu đạt 1.6 tỷ USD (+8.4% YoY). Đây là năm

tương đối khó khăn của ngành khi (1) sản lượng XK sang các thị trường chính như Trung Quốc, Hong Kong sụt giảm trong Q3/2021 do áp dụng chính sách Zero Covid, (2) việc giãn cách diễn ra trong Q3/2021 khiến các nhà máy không hoạt động công suất tối đa và (3) giá bán không ở mức cao trong Q2-Q3/2021. Tuy nhiên, trong Q4/2021 toàn ngành có phục hồi ấn tượng, đặc biệt thị trường Mỹ (Q4/2021 +66.9% YoY và +50.5% YoY cho cả năm 2021).

**Bảng 3. Mảng cá tra và nghêu xuất khẩu**

	Q4/2021	Q4/2020	% YoY	2021	2020	% YoY
Doanh thu thuần	131	78	+68.7%	342	318	+7.4%
Lợi nhuận gộp	33	10	+242.9%	65	37	+74.5%
Lợi nhuận sau thuế	15	1.51	+878.1%	34	14	+136.5%
Biên LNG	25.4%	12.5%		19%	11.7%	
Biên LNST	11.3%	1.9%		9.9%	4.5%	

Nguồn: PAN, KBSV

Mảng cá tra của PAN cũng đã ghi nhận phục hồi tốt trong Q4/2021 khi (1) gỡ bỏ giãn cách, các hoạt động sản xuất bình thường trở lại; (2) tăng trưởng LNG tốt nhờ giá cá nguyên liệu thấp và (3) công ty cải tiến trong khâu sản xuất giúp tiết kiệm thêm chi phí.

### Lĩnh vực bánh kẹo và hạt, trái cây sấy

Nhìn chung, mảng bánh kẹo nội địa có năm tăng trưởng không tích cực do việc giãn cách xã hội trong Q3/2021 (phần lớn doanh thu từ kênh truyền thống - General Trade), đã phần nào ảnh hưởng tới thu nhập của người tiêu dùng. Ngoài ra, trong Q4/2021, nhằm đẩy mạnh hoạt động bán hàng mùa cuối năm, công ty đã có nhiều chính sách hỗ trợ nhà phân phối, khách hàng khiến chi phí bán hàng tăng lên đáng kể so với cùng kỳ.

**Bảng 4. Mảng bánh kẹo**

	Q4/2021	Q4/2020	% YoY	2021	2020	% YoY
Doanh thu thuần	552	578	-9.7%	1,249	1,384	-8.3%
Lợi nhuận gộp	157	187	-15.1%	361	367	-1.9%
Lợi nhuận sau thuế	18	33	-44.5%	8	80	-89.9%
Biên LNG	30.6%	32.5%		28.4%	26.6%	
Biên LNST	3.5%	5.7%		0.6%	5.8%	

Nguồn: PAN, KBSV

Trong khi đó, mảng snack hạt và trái cây ghi nhận kết quả tích cực trong 3 tháng cuối năm do bước vào mùa lễ tại các thị trường xuất khẩu. Cả năm 2021, doanh thu mảng này đạt 415 tỷ đồng (+2.5% YoY) và LNST 39 tỷ đồng (+61% YoY) nhờ cải thiện tốt biên LNG.

## Triển vọng & điểm nhấn đầu tư

**Hợp nhất VFG trong năm 2022, trong khi VFG được kỳ vọng tăng trưởng doanh thu 50% YoY nhờ hợp tác với Syngenta**

Trong năm 2021, PAN nâng tỉ lệ sở hữu tại VFG lên trên 51% và chính thức hợp nhất KQKD của VFG vào báo cáo tài chính. Tuy nhiên, theo BLĐ, việc hợp nhất KQKD này chỉ mới diễn ra ở tháng 12/2021. Vì vậy, trong năm 2022, KQKD cả năm của VFG mới chính thức hợp nhất BCTC của PAN.

Ngoài ra, trong tháng 1/2022, VFG và Syngenta – một công ty lớn trong lĩnh vực nông nghiệp đã có mặt lâu năm tại Việt Nam – kí hợp tác chiến lược, qua đó VFG sẽ phân phối chính thức 2 sản phẩm quan trọng trong quản lý thiệt hại cây trồng (Amistar Top và Virtako). Trước đó, Syngenta đã có hợp tác với CTCP Tập đoàn Lộc Trời. Trong khoảng thời gian này, Lộc Trời là đối tác phân phối mangan thuốc bảo vệ thực vật cho Syngenta. Theo tìm hiểu của chúng tôi, quy mô doanh thu đến từ phân phối các sản phẩm của Syngenta chiếm 30% doanh thu từ thuốc bảo vệ thực vật của công ty (tương đương hơn 1,200 tỷ đồng). Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng rằng trong năm 2022, doanh thu của VFG sẽ tăng trên 50% YoY từ mức hơn 2,000 tỷ đồng 2021.

**Các công ty con trong ngành thủy sản tiếp tục đạt KQKD khả quan trong 2022**

Năm 2022, chúng tôi cho rằng ngành thủy sản sẽ có được tăng trưởng tốt nhờ (1) tình hình dịch bệnh được đẩy lùi, các thị trường xuất khẩu chính nới lỏng phòng chống dịch và giãn cách, (2) giá xuất khẩu được kỳ vọng sẽ duy trì và tăng nhẹ khi các quốc gia xuất khẩu lớn (Ấn Độ, Ecuador) gặp khó khăn về chuỗi cung ứng.

Hơn nữa, FMC (ngành tôm) vẫn giữ đúng tiến độ hoàn thành và đưa vào vận hành 2 nhà máy mới nhằm tăng công suất (tăng 70% công suất so với cùng kỳ) và dự kiến đưa vào sản xuất trong năm 2022. Trong khi đó, ABT (cá tra và nghêu) thực hiện cải tiến sản xuất nhằm tối ưu chi phí, cải thiện biên lợi nhuận.

**Bibica (BBC) kỳ vọng hồi phục mạnh mẽ từ mức nền thấp 2021**

Chúng tôi cho rằng, năm 2021 mức lợi nhuận mảng bánh kẹo (cụ thể là BBC) có thể đã tạo đáy khi bị tác động lớn bởi dịch bệnh, giãn cách xã hội khiến các cửa hàng bán lẻ truyền thống (General trade) không thể hoạt động kinh doanh bình thường.

Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng mảng bánh kẹo của tập đoàn sẽ được phục hồi mạnh mẽ trong năm 2022, thúc đẩy chính bởi nhu cầu hồi phục của người tiêu dùng và trong giả định rằng sẽ không còn những đợt giãn cách xã hội như 2020 và 2021. Chúng tôi dự phóng mức lợi nhuận sau thuế của BBC sẽ quay về khoảng 100 tỷ đồng như giai đoạn 2017-2020 – tương đương tăng trưởng gần 5x lần so với cùng kỳ 2021.

**Thông qua kế hoạch phát hành và chào bán CP tăng vốn**

Ngày 26/01/2022 HĐQT PAN đã thông qua phương án phát hành cổ phiếu để tăng vốn cổ phần từ VCSH và chào bán thêm cổ phần cho cổ đông hiện hữu theo phương thức thực hiện quyền mua.

Cụ thể, số lượng cổ phần đăng ký phát hành là 86,543,432 cổ phần từ nguồn

vốn chủ sở hữu với tỷ lệ thực hiện quyền mua là 5:2 cho các cổ đông hiện hữu của công ty. Ngoài ra, công ty cũng đăng ký chào bán thêm 108,179,290 cổ phần cho cổ đông hiện hữu cũng theo hình thức thực hiện quyền mua với giá chào bán 15,000 VNĐ/cp (tỷ lệ thực hiện 2:1).

Với số vốn từ phát hành thêm và chào bán (hơn 1,600 tỷ VNĐ), PAN dự định sẽ đầu tư nâng sở hữu tại các công ty con như VFG, BBC, ABT,... Ngoài ra, công ty cũng sẽ sử dụng 1 phần số vốn này (400 tỷ VNĐ) nhằm đầu tư M&A vào các công ty mới phù hợp với các chiến lược chung của tập đoàn. Một phần của số vốn kể trên dự kiến đầu tư mở rộng kinh doanh qua góp thêm vốn vào CTCP Chế biến Thực phẩm xuất khẩu Long An và tái cơ cấu khoản vay, giảm áp lực tài chính.



## Rủi ro đầu tư

### Ảnh hưởng của dịch bệnh và tác động của cước phí vận chuyển lên hoạt động kinh doanh

Hiện tại, mặc dù biến chủng Omicron của đại dịch Covid-19 không có những tác động quá lớn tới sức khoẻ như biến chủng Delta trước đây, nhưng biến chủng này hiện tại lại có tốc độ lây lan khá nhanh với minh chứng rõ nhất khi các thành phố lớn như Hà Nội, Hồ Chí Minh đều có số lượng F0 gia tăng đáng kể sau kỳ nghỉ Tết nguyên đán. Dù hiện tại Chính phủ cũng đã có những động thái cho rằng sẽ không có các đợt giãn cách xã hội như trước đây, tuy nhiên tình hình dịch bệnh căng thẳng cũng sẽ tạo nhiều áp lực lên hoạt động kinh doanh của Tập đoàn khi gắn liền với các sản phẩm hàng tiêu dùng.

Ngoài ra, việc kết quả kinh doanh dự phóng tăng trưởng tốt của chúng tôi cũng dựa trên yếu tố về giá cước vận chuyển sẽ không tăng mạnh trong năm 2022 qua đó giúp các hoạt động xuất khẩu của Tập đoàn PAN phần nào giảm áp lực về chi phí. Tuy nhiên, khi dịch bệnh chưa thật sự được kiểm soát, đi kèm với yếu tố chính trị gần đây giữa Nga – Ukraina cùng với đó là chuỗi cung ứng toàn cầu có nguy cơ bị ảnh hưởng, chúng tôi cho rằng vẫn sẽ tồn tại những rủi ro liên quan tới cước phí vận chuyển, tạo áp lực lên lợi nhuận của Tập đoàn.

### Rủi ro khi thu nhập của người tiêu dùng phục hồi chậm hoặc bị ảnh hưởng

Theo quan điểm đầu tư của chúng tôi phía trên, chúng tôi kỳ vọng về sự hồi phục lợi nhuận từ mảng bánh kẹo khi thu nhập của người tiêu dùng được cải thiện trong năm 2022. Song, vẫn sẽ tiềm ẩn nhiều rủi ro liên quan tới thu nhập người tiêu dùng hồi phục chậm không đủ để gia tăng chi tiêu mạnh trong năm 2022. Ngoài ra, mức chi tiêu của người tiêu dùng cũng có thể bị ảnh hưởng khi giá cả mặt hàng thiết yếu (xăng, dầu) hiện nay đang tương đối cao sau những xung đột chính trị Nga – Ukraina gần đây; trong trường hợp giá xăng, dầu tiếp tục được neo ở mức cao trong năm, chi tiêu cho các mặt hàng tiêu dùng khác kém thiết yếu hơn sẽ phần nào bị ảnh hưởng.

## Dự phóng KQKD, định giá và khuyến nghị

### Dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh

Trong năm 2022, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần PAN đạt 14,534 tỷ đồng (+45.74% YoY) và LN - CĐTS đạt 392 tỷ đồng (+32% YoY). Năm 2023, mức doanh thu thuần đạt 18,348 tỷ đồng (+26% YoY) và LN - CĐTS ở mức 474 tỷ đồng (+20% YoY).

### Định giá và khuyến nghị: Khuyến nghị MUA, với giá mục tiêu 47,300 VNĐ/cp

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần SOTP cho các công ty con của PAN, dựa vào hệ số mục tiêu P/E cho từng công ty trong 2022 (bảng 5) chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu của PAN là 47,300, cao hơn 43% so với mức giá đóng cửa ngày 07/03/2021.

**Bảng 5. Định giá từng phần SOTP**

Công ty con	PP định giá	Hệ số mục tiêu	Giá trị VCSH (tỷ VNĐ)	Lợi ích kinh tế của PAN	Giá trị VCSH đóng góp
VFG	P/E	9.5	1,966	41.26%	811
NSC	P/E	5.0	1,297	65.6%	851
ABT	P/E	10.0	541	78.3%	423
BBC	P/E	11.0	1,045	50.06%	523
FMC	P/E	11.0	3,630	47.44%	1,722
LAF	P/E	8.0	375	80.5%	302
PAN CG	Giá trị đầu tư theo sổ sách				200
CTCP Thủy sản 584 Nha Trang	Giá trị đầu tư theo sổ sách				151
CTCP Cà phê Golden Beans	Giá trị đầu tư theo sổ sách				60
CTCP XNK Thủy sản Bến Tre	Giá trị đầu tư theo sổ sách				238
Định giá lại các khoản đầu tư công ty con					3,454
Tài sản khác theo giá trị sổ sách công ty mẹ					3,719
Nợ phải trả theo giá trị sổ sách công ty mẹ					-4,322
SLCP lưu hành					208,894,750
<b>Giá trị/CP (VNĐ)</b>					<b>47,355</b>

Nguồn: KBSV

## KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

---

**Nguyễn Xuân Bình**  
Giám đốc Khối Phân tích  
binhnx@kbsec.com.vn

### Phân tích Doanh nghiệp

**Dương Đức Hiếu**  
Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp  
hieudd@kbsec.com.vn

**Nguyễn Anh Tùng**  
Chuyên viên cao cấp – Tài chính & Công nghệ  
tungna@kbsec.com.vn

**Phạm Hoàng Bảo Nga**  
Chuyên viên cao cấp – Bất động sản nhà ở  
ngaphb@kbsec.com.vn

**Lê Anh Tùng**  
Chuyên viên cao cấp – Dầu Khí & Ngân hàng  
tungla@kbsec.com.vn

**Nguyễn Ngọc Hiếu**  
Chuyên viên phân tích – Năng lượng & Vật liệu xây dựng  
hieunn@kbsec.com.vn

**Tiêu Phan Thanh Quang**  
Chuyên viên phân tích – Bất động sản công nghiệp & Logistics  
anhpn@kbsec.com.vn

**Lương Ngọc Tuấn Dũng**  
Chuyên viên phân tích – Bán lẻ & Hàng tiêu dùng  
dunglnt@kbsec.com.vn

**Khối Phân tích**  
research@kbsec.com.vn

### Phân tích Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

**Trần Đức Anh**  
Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược Đầu tư  
anhtd@kbsec.com.vn

**Lê Hạnh Quyên**  
Chuyên viên phân tích – Vĩ mô & Ngân hàng  
quyenlh@kbsec.com.vn

**Thái Hữu Công**  
Chuyên viên phân tích – Chiến lược & Cổ phiếu Mid cap  
congth@kbsec.com.vn

**Trần Thị Phương Anh**  
Chuyên viên phân tích – Chiến lược & Cổ phiếu Mid cap  
anhhttp@kbsec.com.vn

### Bộ phận Hỗ trợ

**Nguyễn Cẩm Thơ**  
Chuyên viên hỗ trợ  
thonc@kbsec.com.vn

**Nguyễn Thị Hương**  
Chuyên viên hỗ trợ  
huongnt3@kbsec.com.vn

## CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

---

### Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

### Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

### Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

### Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

### LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)

## Hệ thống khuyến nghị

---

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.