

19/01/2023

Chuyên viên phân tích Phạm Phương Linh

linhpp@kbsec.com.vn

### Triển vọng ngành tích cực đi kèm với những cơ hội tại thị trường xuất khẩu

Ngành tôm nói chung vẫn có nhiều dư địa phát triển trong dài hạn nhờ (1) nhu cầu tiêu thụ sản phẩm thủy sản ngày càng tăng mạnh trên thế giới; (2) các sản phẩm tôm chế biến sâu của Việt Nam đang chiếm vị thế số 1 toàn cầu, (3) các hiệp định thương mại quốc tế giúp xuất khẩu tôm Việt Nam có lợi thế hơn.

### Mở rộng quy mô hoạt động tạo động lực tăng trưởng trong dài hạn

Trong giai đoạn 2022-2025, 2 nhà máy mới đi vào hoạt động dự kiến giúp FMC tăng năng suất sản xuất từ khoảng 21.000 tấn/năm ở hiện tại lên 41.000 tấn/năm, mở rộng vùng nuôi từ 332 ha lên 520 ha giúp FMC nâng khả năng tự chủ tôm đầu vào lên 40%.

### Tăng trưởng bền vững khi có sự hỗ trợ từ cổ đông chiến lược

Sự hỗ trợ từ các cổ đông chiến lược Tập đoàn PAN và C.P Việt Nam giúp công ty mở rộng chiến lược kinh doanh và tận dụng thế mạnh của mỗi bên để tương trợ nhau. PAN Group có thể hỗ trợ về quản lý và chiến lược cũng như mở rộng thị trường, tìm kiếm khách hàng mới; trong khi C.P Việt Nam sẽ hỗ trợ quy trình chăn nuôi đầu vào, tiết kiệm chi phí nuôi tôm cho FMC.

### Duy trì chính sách cổ tức tiền mặt ổn định 20-25%

Gần đây, công ty có xu hướng duy trì chính sách cổ tức tiền mặt tương đối ổn định, thường 20-25%. Dựa trên KQKD hiện tại và dự phóng, chúng tôi đánh giá FMC có khả năng tiếp tục duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức ở mức này trong giai đoạn tới.

### Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu: 46,800 VNĐ/cp

Chúng tôi dự phóng năm 2023/2024, DTT của FMC có thể đạt 5,875 tỷ đồng (+3% YoY)/ 6,406 tỷ đồng (+9.5% YoY); LNST đạt 360 (+4% YoY)/439 tỷ đồng (+22% YoY). Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu FMC, giá mục tiêu là 46,800 VNĐ/cp.

## MUA

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND46,800</b>
Tăng/giảm (%)	27%
Giá hiện tại (18/01/2023)	36,850
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/triệu USD)	2.27/0.096

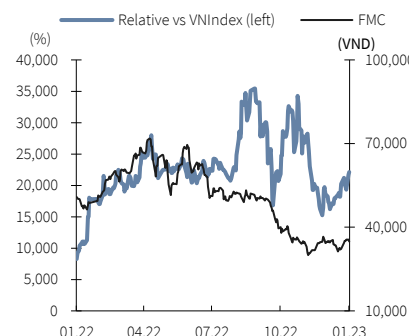
<b>Dữ liệu giao dịch</b>	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	30%
GDTB 3 tháng (tỷ VND, triệu USD)	2.14/0.09
Sở hữu nước ngoài	31.44%
Cổ đông lớn	CTCP Tập đoàn PAN (37.75%)

### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	1	-13	-35	-31
Tương đối	0	-12	-24	-2

### Dự phóng KQKD & định giá

FY - end	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh số thuần (tỷ VND)	5,199	5,702	5,875	6,406
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	286	323	318	394
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	287	320	360	439
EPS (nghìn VND)	4,677	4,982	5,193	6,400
Tăng trưởng EPS (%)	0%	7%	3%	24%
P/E (x)	10.4	6.5	7.0	7.2
P/B (x)	1.5	1.6	1.2	1.1
ROE (%)	16%	18%	16%	18%
Tỉ suất cổ tức, phổ thông (%)	20%	20%	20%	120%



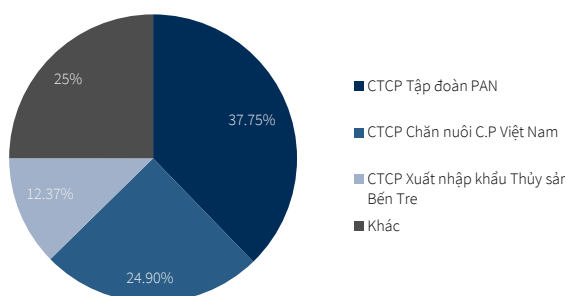
Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

## Hoạt động kinh doanh

### Tổng quan doanh nghiệp

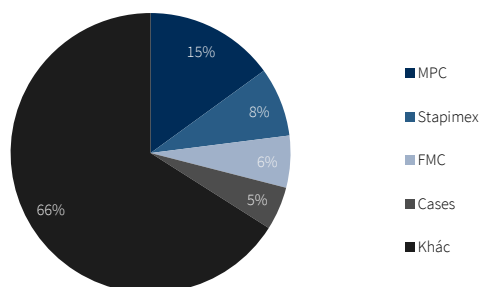
CTCP Thực phẩm Sao Ta (HSX: FMC), tiền thân là doanh nghiệp nhà nước, được thành lập năm 1995, hoạt động trong lĩnh vực chế biến tôm đông lạnh và nông sản xuất khẩu. FMC hiện đang là doanh nghiệp xuất khẩu tôm lớn thứ 3 tại Việt Nam, với thị phần xuất khẩu khoảng 5%. Thị trường xuất khẩu chính của FMC chủ yếu là Nhật Bản, các nước EU và Mỹ. Kể từ năm 2018, CTCP Tập đoàn PAN (PAN Group) chính thức cổ đông lớn của FMC và với sự trợ giúp của PAN Group, FMC đã đẩy mạnh tái cơ cấu vốn cũng như hoạch định lại chiến lược kinh doanh. Ngoài PAN Group, năm 2021 C.P Việt Nam cũng ký thoả thuận hợp tác chiến lược với FMC, cam kết hỗ trợ nhau hoàn thiện quy trình và nâng cao hiệu quả nuôi tôm.

Biểu đồ 1. Cơ cấu cổ đông của FMC



Nguồn: FMC, KBSV

Biểu đồ 2. Thị phần các DN xuất khẩu tôm Việt Nam năm 2021

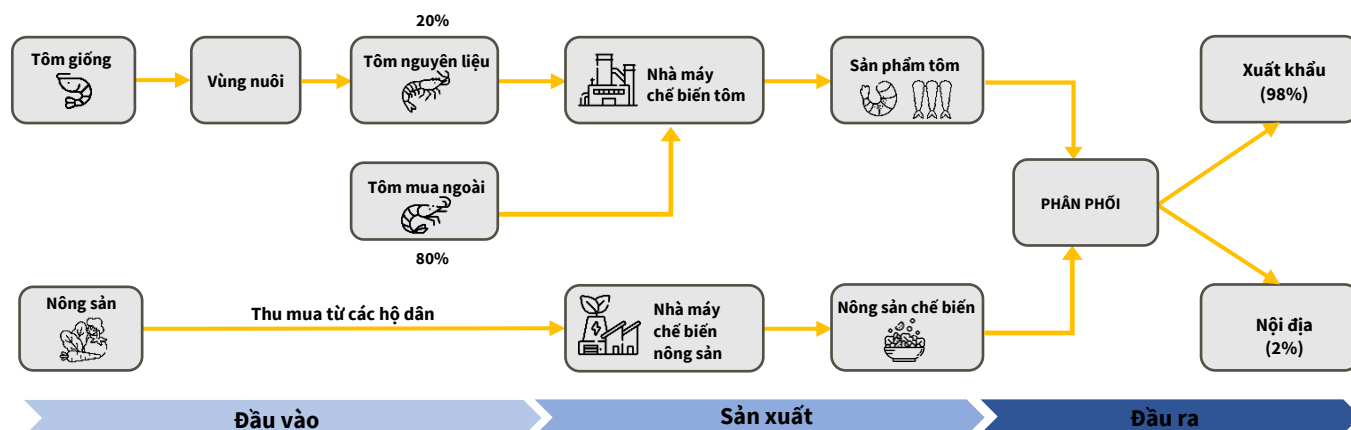


Nguồn: FMC, KBSV

### Mô hình kinh doanh của FMC

Chuỗi hoạt động sản xuất của FMC bao gồm 3 giai đoạn chính: nuôi trồng, chế biến và phân phối. Hiện nay do sản lượng tôm thu hoạch từ vùng nuôi của công ty chưa thể đáp ứng nhu cầu sản xuất nên FMC vẫn phải thu mua ngoài lượng lớn tôm nguyên liệu từ các hộ nông dân. Nguồn nguyên liệu đầu vào của FMC là các loại tôm sú, tôm thẻ chân trắng được nuôi trồng/ thu mua tại các tỉnh Đồng bằng Sông Cửu Long (ĐBSCL).

Biểu đồ 3. Chuỗi giá trị của FMC



Nguồn: FMC, KBSV

### Đầu vào: khả năng tự chủ tôm nguyên liệu khoảng 20-25%

Tháng 6/2022 FMC đưa dự án 52 ha đất nuôi tôm của công ty con vào khai thác, nâng tổng diện tích vùng nuôi của FMC lên 332 ha. Với quy mô vùng nuôi này, khả năng tự chủ nguồn tôm nguyên liệu đầu vào khoảng 20-25%. Phần còn lại được công ty thu mua ngoài từ các hộ dân với quy định gặt gao để đảm bảo tôm thành phẩm đáp ứng yêu cầu trên thị trường xuất khẩu. Do vậy, chi phí sản xuất của FMC vẫn chịu ảnh hưởng từ biến động giá tôm nguyên liệu trên thị trường. Đây cũng là vấn đề của các doanh nghiệp chế biến, xuất khẩu tôm tại Việt Nam khi chưa thể tự chủ 100% đầu vào.

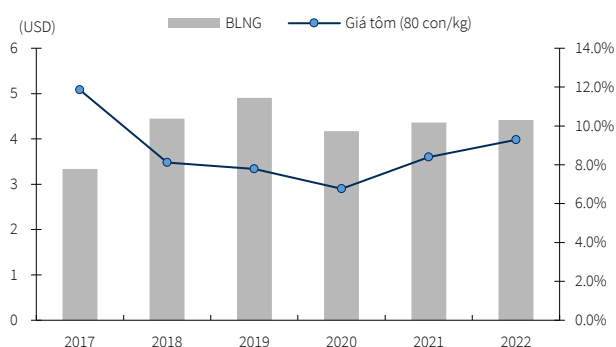
### Sản xuất:

Tôm sau khi được thu hoạch và thu mua sẽ được chuyển đến các nhà máy chế biến. FMC sở hữu 4 nhà máy chế biến tôm và nông sản với tổng công suất 85 tấn thành phẩm/ngày. Trong năm 2022, 2 nhà máy mới của FMC đã chính thức đi vào hoạt động, dự kiến sẽ trở thành động lực tăng trưởng cho FMC trong tương lai. Hiện nay 4 nhà máy cũ hoạt động hết công suất vào mùa cao điểm, và đạt 70% công suất vào mùa thấp điểm. 2 nhà máy mới dự kiến sẽ hoạt động hết công suất trong năm 2024/2025.

### Đầu ra:

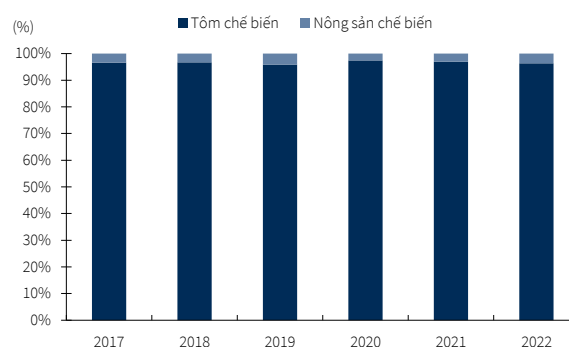
Thành phẩm thủy sản và nông sản chế biến được xuất khẩu chủ yếu sang các thị trường Nhật Bản, EU, Mỹ. Các sản phẩm tôm xuất khẩu là nguồn doanh thu chính (đóng góp 97% cơ cấu doanh thu). Sản phẩm rau củ chế biến tuy có biên gộp cao nhưng mới chỉ đóng góp 2-3% vào doanh thu của FMC.

Biểu đồ 4. Biến động giá tôm trên thị trường và BLNG của FMC



Nguồn: FMC, KBSV

Biểu đồ 5. Cơ cấu doanh thu của FMC



Nguồn: FMC, KBSV

### Doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng bền vững trong quá khứ, nền tảng tài chính lành mạnh

DTT và LNST tăng trưởng bền vững so với các doanh nghiệp cùng ngành do FMC theo đuổi chiến lược linh hoạt chuyển đổi giữa các thị trường, tăng trưởng với CAGR doanh thu 11%, CAGR LNST 21% từ 2016-2021. Đặc biệt trong giai đoạn dịch COVID-19, chuỗi cung ứng của nhiều doanh nghiệp bị gián đoạn nhưng FMC vẫn ghi nhận kết quả tích cực.

Tỷ lệ nợ vay/VCSH được cải thiện đáng kể từ năm 2016 đến nay do FMC đẩy mạnh tái cấu trúc vốn. Hiện công ty không sử dụng nợ dài hạn, khoản nợ ngắn hạn của công ty chủ yếu bao gồm các khoản phải trả và nợ ngắn hạn để tài trợ vốn lưu

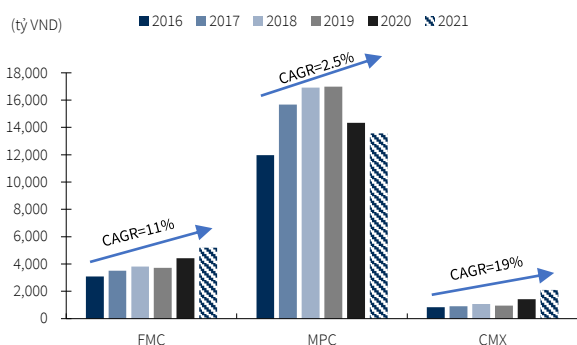
động. Việc phát hành thêm vào năm 2021 cũng giúp cải thiện tỷ lệ D/E giảm về mức 0.21- mức thấp nhất trong lịch sử. So với các doanh nghiệp cùng ngành, chúng tôi thấy mức độ rủi ro sử dụng đòn bẩy của FMC tương đối thấp.

### Hoàn thành kế hoạch kinh doanh năm 2022 dù phải đối mặt với áp lực cạnh tranh, dịch bệnh

Theo FMC, doanh thu thuần hợp nhất ước tính năm 2022 đạt hơn 5,707 tỷ đồng (+9.6% YoY), LNST đạt trên 320 tỷ đồng (+11.5% YoY). Trong nửa đầu năm 2022, tình hình xuất khẩu tôm và nông sản tương đối khả quan do nhu cầu tại các thị trường xuất khẩu hồi phục sau đại dịch COVID. Bước sang nửa cuối năm, đặc biệt trong quý 4, thị trường tiêu thụ có dấu hiệu trầm lắng do những lo ngại suy thoái, cùng với vụ nuôi tôm bị dịch tấn công nên sản lượng tôm thương phẩm sụt giảm đáng kể. Luỹ kế cả năm, sản lượng tôm thành phẩm chỉ bằng 90% năm 2021 trong khi thành phẩm nông sản tăng mạnh 78% so với cùng kỳ.

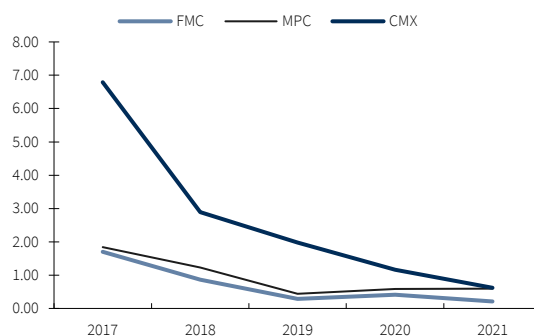
Bên cạnh đó, giá bán được cải thiện đã khiến biên lợi nhuận gộp của FMC đạt 10.9% tính đến hết quý 4/2022 (+7% YoY). Doanh thu tài chính năm 2022 tăng 68% so với cùng kỳ chủ yếu do công ty ghi nhận lãi từ chênh lệch tỷ giá trong bối cảnh đồng USD tăng giá.

Biểu đồ 6. Tăng trưởng doanh thu các doanh nghiệp tôm



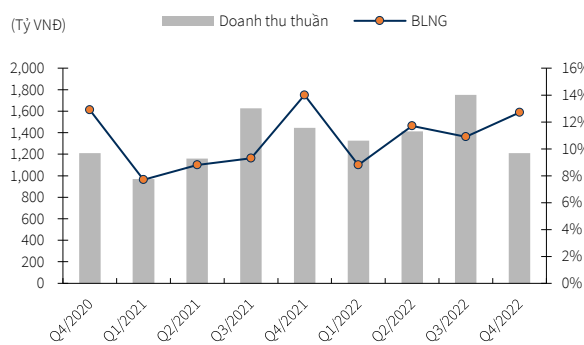
Nguồn: Doanh nghiệp, KBSV

Biểu đồ 7. Tỷ lệ D/E của các doanh nghiệp tôm



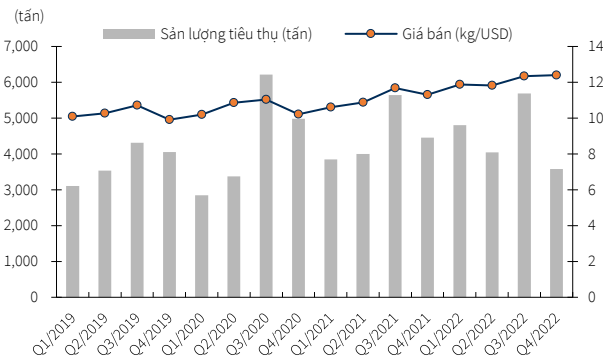
Nguồn: Doanh nghiệp, KBSV

Biểu đồ 8. Doanh thu thuần và BLNG của FMC



Nguồn: FMC, KBSV

Biểu đồ 9. Sản lượng tiêu thụ & giá bán



Nguồn: FMC, KBSV

## Luận điểm đầu tư

### Ngành tôm được dự báo tăng trưởng khả quan trong dài hạn

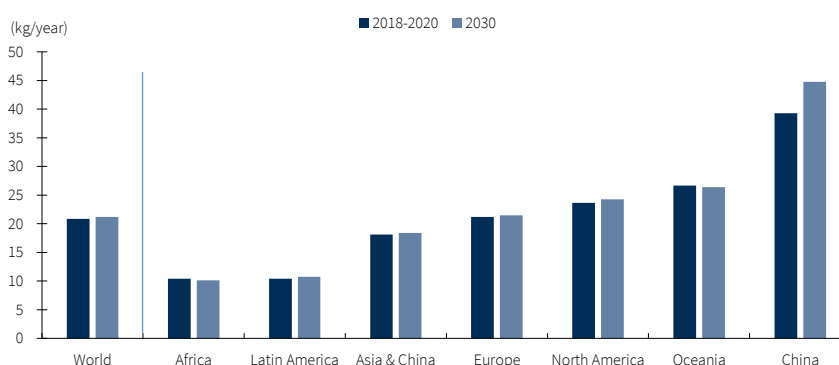
#### 1. Triển vọng ngành tích cực đi kèm với cơ hội tại các thị trường xuất khẩu

Ngành tôm nói chung vẫn có nhiều dư địa phát triển trong dài hạn nhờ (1) nhu cầu tiêu thụ sản phẩm thủy sản ngày càng tăng mạnh trên thế giới; (2) các sản phẩm tôm chế biến sâu của Việt Nam đang chiếm vị thế số 1 toàn cầu.

Theo dự báo của Tổ chức Lương thực và Nông nghiệp Liên Hiệp Quốc (FAO), mức tiêu dùng thủy sản tính theo đầu người sẽ tăng từ mức 20.2kg/người/năm (2020) lên 21.4 kg/người/năm (2030). Các châu lục được dự báo có mức tiêu dùng tăng mạnh nhất trong giai đoạn 2020-2030 gồm Châu Mỹ (+9%), Châu Á (+7%), Châu Âu (+6%)... đều là các thị trường xuất khẩu thủy sản chủ đạo của Việt Nam. Ngoài ra, Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu thủy sản Việt Nam (VASEP) cũng dự báo ngành tôm còn nhiều động lực để tăng trưởng, giai đoạn 2022-2025 có thể tăng trưởng khoảng 9%/năm; đến năm 2025, kim ngạch xuất khẩu tôm có thể đạt 5,6 tỷ USD.

Điểm sáng nhất của ngành tôm Việt Nam là trình độ chế biến và sách lược thị trường khá tốt so với các đối thủ. Hiện nay các sản phẩm tôm Việt Nam phải cạnh tranh gay gắt về giá bán với tôm các nước Ecuador, Ấn Độ do giá thành và chi phí nuôi tại các nước này thấp hơn ở Việt Nam. Tuy nhiên, trình độ chế biến của các nước chưa cao, nên tôm Việt Nam vẫn có vị thế trong phân khúc sản phẩm chế biến sâu nên giá bán sẽ cao hơn. Các doanh nghiệp chế biến và xuất khẩu tôm Việt Nam, trong đó có FMC những năm gần đây đang chủ động đầu tư cho tôm chế biến sâu, tập trung vào thị trường cao cấp, đáp ứng khẩu vị tiêu dùng tại thị trường Mỹ, Nhật Bản.

**Biểu đồ 10. Mức tiêu thụ sản phẩm thủy sản tính bình quân trên đầu người**



Nguồn: FAO/OECD, KBSV

### Hưởng lợi từ các hiệp định thương mại tại thị trường xuất khẩu

**Thị trường Mỹ:** Nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm thủy sản tại thị trường Mỹ năm 2030 dự kiến tăng trưởng 9% so với năm 2020 (FAO), do vậy Mỹ sẽ tiếp tục là một trong những thị trường xuất khẩu chính của FMC. Từ năm 2019, Mỹ áp dụng thuế suất 0% POR13 đối với 31 doanh nghiệp xuất khẩu tôm Việt Nam (trong đó có FMC) trong khi mức thuế chống bán phá giá (CBPG) áp dụng với tôm xuất khẩu của Ấn Độ là 7.15%. Đây là cơ hội để FMC và các doanh nghiệp trong nước gia

tăng thị phần tại Mỹ khi sản lượng tôm xuất khẩu của Ấn Độ có thể bị suy giảm do mức thuế CBPG cao. Tuy nhiên, từ trước đến nay tôm Việt Nam vẫn phải chịu sự cạnh tranh gay gắt với tôm của Ecuador và Ấn Độ khi các nước này có chi phí nuôi rẻ hơn, giá bán thấp hơn. Do vậy, chúng tôi cho rằng thời gian tới Mỹ sẽ không phải là thị trường xuất khẩu chủ đạo của FMC, song vẫn sẽ đóng góp 20-25% vào cơ cấu doanh thu.

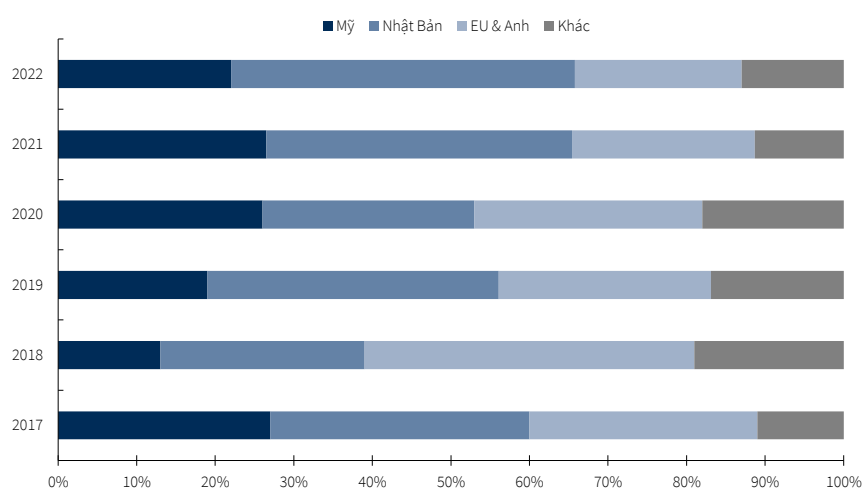
**Thị trường EU:** Xuất khẩu tôm vẫn có nhiều tiềm năng với thị trường EU nhất là khi EVFTA có hiệu lực, thuế tôm đông lạnh, tôm chế biến giảm dần theo lộ trình về 0%. Đây là lợi thế cho các doanh nghiệp Việt Nam khi các nước Ấn Độ, Thái Lan đang bị áp mức thuế cao hơn. Tuy nhiên cũng giống như Mỹ, thị trường EU vẫn phải cạnh tranh với sản phẩm giá rẻ hơn từ Ecuador, Ấn Độ.

Trong ngắn hạn, lạm phát và suy thoái kinh tế có thể ảnh hưởng đến sản lượng tiêu thụ tại thị trường Mỹ và châu Âu; tuy nhiên chúng tôi nhìn nhận đây chỉ là yếu tố mang tính thời điểm, không ảnh hưởng đến triển vọng dài hạn của ngành, nên thị trường Mỹ và Châu Âu vẫn là những thị trường xuất khẩu quan trọng của FMC.

**Thị trường Nhật Bản:** Nhật Bản là thị trường tương đối ổn định do mức độ cạnh tranh ít gay gắt hơn, chi phí vận chuyển thấp hơn so với các thị trường trên. Ngoài ra, các sản phẩm tôm xuất khẩu sang Nhật Bản đòi hỏi kỹ thuật chế biến sâu, mẫu mã hình thức đẹp nên sẽ bán được với giá thành cao hơn. Đây cũng là lợi thế mà FMC đang sở hữu, do vậy chúng tôi dự báo Nhật Bản sẽ là thị trường tiên phong xuất khẩu của FMC, đóng góp tỷ trọng lớn nhất vào cơ cấu doanh thu.

Năm 2022, cơ cấu thị trường thay đổi khá mạnh. Thị phần ở Nhật Bản tăng lên đáng kể từ 28.1% (2020), 38.9% (2021) lên 43.8% năm 2022. Dự kiến đây sẽ là thị trường xuất khẩu chủ đạo cho các sản phẩm chế biến sâu của FMC.

**Biểu đồ 11. Cơ cấu doanh thu theo thị trường tiêu thụ**



Nguồn: FMC, KBSV

**Bảng 1. Thuế xuất khẩu tôm của một số nước vào thị trường EU**

Sản phẩm	Việt Nam			Ấn Độ		Indonesia		Thái Lan	Ecuador
	Thuế cơ bản	GSP	EVFTA	Thuế cơ bản	GSP	Thuế cơ bản	GSP	Thuế cơ bản	Thuế cơ bản
Tôm đông lạnh (Mã HS:03061710)	20	4.2	0	12	4.2	12	4.2	12	12
Tôm tẩm bột (Mã HS:16052110)	20	7	Giảm dần về 0% năm 2027	20	7	20	7	20	20
Tôm nước lạnh (Mã HS:03061794)	18	4.2	Giảm dần về 0% năm 2025	12	12	12	4.2	12	12
Khác (Mã HS:03061799)	20	7	Giảm dần về 0% năm 2027	20	7	20	7	20	20

Nguồn: VASEP, KBSV

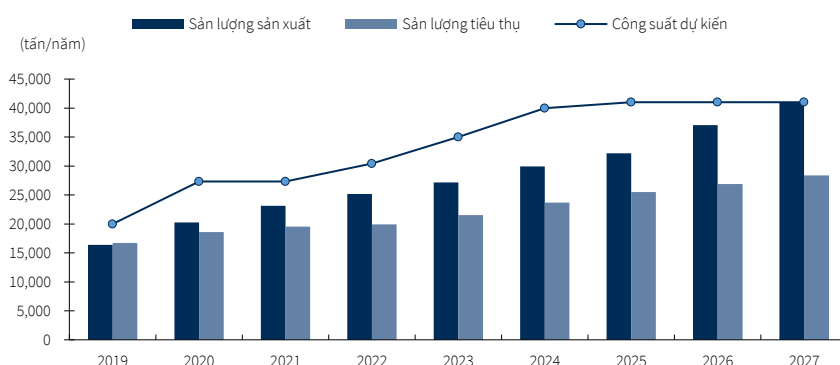
## 2. Mở rộng quy mô hoạt động tạo động lực tăng trưởng trong dài hạn

### Nâng cao năng lực chế biến từ hai nhà máy mới

Trong năm 2020, FMC thông qua phương án phát hành thêm 9.8 triệu cổ phiếu để huy động thêm hơn 245 tỷ đồng nhằm xây dựng Nhà máy Thủy sản Sao Ta và Nhà máy Tam An. Việc mở rộng và nâng cao khả năng chế biến giúp FMC tiếp tục đáp ứng nhu cầu và gia tăng thị phần tại các thị trường xuất khẩu.

Nhà máy Sao Ta chuyên chế biến các sản phẩm tôm cao cấp, với công suất thiết kế 15,000 tấn thành phẩm/năm đã đi vào hoạt động từ cuối năm 2022. Do đang trong giai đoạn chạy thử nên nhà máy này chưa thể đạt hết công suất trong năm đầu vận hành. Chúng tôi kỳ vọng công suất nhà máy Sao Ta có thể đạt 25%/40% trong năm 2023/2024, sau đó sẽ đạt 100% từ năm 2025. Nhà máy Tam An chủ yếu chế biến nông sản vừa đi vào hoạt động từ quý 1/2022 đã giúp sản lượng thành phẩm tăng đáng kể (trong quý 2, sản lượng nông sản tăng 38% YoY). Với công suất thiết kế 5,000 tấn thành phẩm/năm, dự kiến nhà máy này sẽ hoạt động hết công suất trong năm 2023.

Ước tính khi các nhà máy mới đạt công suất 100% kết hợp với 4 nhà máy còn lại, công suất của FMC sẽ tăng từ khoảng 21.000 tấn/năm lên 41.000 tấn/năm. Sản lượng tôm và nông sản dự kiến năm 2027 dự kiến tăng 40% so với năm 2022.

**Biểu đồ 12. Công suất và sản lượng dự kiến của các nhà máy**

Nguồn: FMC, KBSV

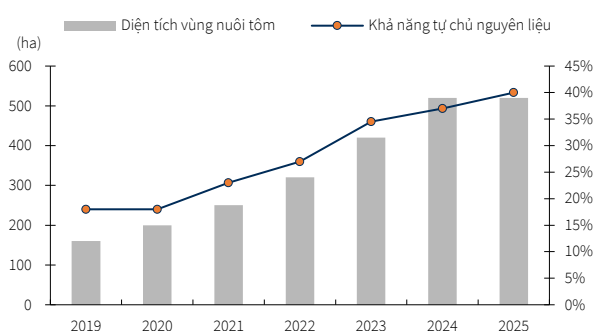
### Nâng cao năng lực tự chủ nguyên liệu từ kế hoạch mở rộng vùng nuôi

Đặc thù của ngành chế biến thủy sản là chi phí tôm nguyên liệu chiếm tỷ trọng tương đối lớn trong cơ cấu chi phí, nên biến động giá tôm nguyên liệu có thể ảnh

hưởng trực tiếp đến biên lợi nhuận của doanh nghiệp (mức độ ảnh hưởng lớn hơn biến động giá bán). Hiện FMC là doanh nghiệp có tỷ lệ tự cung cao nhất, khoảng 20-30% (cao hơn doanh nghiệp đầu ngành là MPC với tỷ lệ tự chủ khoảng 10%). Trong năm 2022, FMC đã mở rộng thêm 200 ha diện tích nuôi mới, nâng tổng diện tích lên 520 ha. Theo FMC, công ty sẽ nỗ lực đưa ngay khu nuôi mới hơn 200 ha vào nuôi ngay trong năm 2023, thay vì kéo dài 2 năm như kế hoạch ban đầu do FMC nhận thấy thời tiết năm 2023 là trung tính thuận tiện cho việc nuôi tôm. Từ tháng 10/2022 FMC đã tiến hành thi công làm ao khu nuôi mới này. Kế hoạch cuối quý 2/2023 sẽ thả nuôi vụ đầu tiên tại đây.

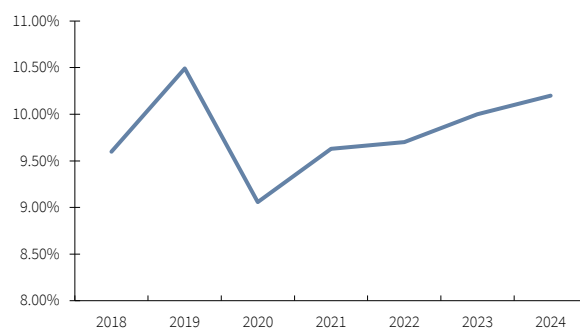
Với tốc độ này, chúng tôi cho rằng FMC có thể đạt được mục tiêu tự chủ 40% tôm nguyên liệu đến năm 2025. Chúng tôi nhận thấy việc tăng khả năng tự chủ sẽ giúp công ty cải thiện biên gộp cho mảng tôm đang kể, đồng thời duy trì BLNG ổn định do tôm thu mua ngoài giá cao hơn 20-25%. Theo ước tính, tỷ suất lợi nhuận gộp sản phẩm tôm sẽ tăng lên 10 % trong năm 2023 và 10.2% trong năm 2024.

**Biểu đồ 13. Dự phóng quy mô vùng nuôi và khả năng tự chủ**



Nguồn: FMC, KBSV

**Biểu đồ 14. Dự phóng BLNG sản phẩm tôm của FMC**



Nguồn: FMC, KBSV

### 3. Tăng trưởng bền vững khi có sự hỗ trợ từ cổ đông chiến lược, công ty tiếp tục duy trì chính sách cổ tức ổn định

#### Tập đoàn PAN và C.P Việt Nam sẽ hỗ trợ cho hoạt động kinh doanh của FMC

Bên cạnh có đội ngũ lãnh đạo nhiều năm kinh nghiệm trong ngành tôm, FMC còn có sự hỗ trợ từ các cổ đông chiến lược là Tập đoàn PAN và C.P Việt Nam giúp công ty mở rộng chiến lược kinh doanh và tận dụng thế mạnh của mỗi bên để tương trợ nhau. Tập đoàn PAN hoạt động trong nhiều lĩnh vực, có kinh nghiệm để hỗ trợ FMC về mặt chiến lược cũng như khai thác những thị trường tiềm năng, tìm kiếm khách hàng. Trong khi đó, C.P Việt Nam – công ty chăn nuôi lớn nhất Việt Nam với những thế mạnh vốn có sẽ hỗ trợ, cung cấp nguyên liệu đầu vào (thức ăn) cho FMC tại các vùng nuôi với giá chiết khấu so với thị trường giúp công ty cải thiện chi phí nuôi. Chúng tôi đánh giá cao khi FMC có sự đồng hành của 2 cổ đông lớn trên, từ đó công ty sẽ có khả năng duy trì hiệu quả, phát triển bền vững trong dài hạn.

#### Duy trì chính sách trả cổ tức ổn định

Giai đoạn trước năm 2018, FMC thường trả cổ tức dựa trên kết quả kinh doanh, có năm lên tới 45-50% do kết quả vượt trội. Những năm gần đây, công ty có xu hướng duy trì chính sách cổ tức tiền mặt tương đối ổn định, thường 20-25%. Dựa



trên KQKD hiện tại và dự phóng, chúng tôi đánh giá FMC có khả năng tiếp tục duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức ở mức này trong giai đoạn tới.

## Dự phóng KQKD

### Năm 2023, KQKD có thể chịu áp lực từ bối cảnh suy thoái

KQKD năm 2023 có thể chịu áp lực do suy thoái tại các thị trường xuất khẩu (Mỹ, EU) làm suy giảm sức mua. Khi đó tôm giá rẻ của Ecuador sẽ có lợi thế và tấn công mạnh hơn vào các thị trường này, khiến thị phần tôm Việt ở đây có xu hướng giảm dần. Bù lại, thị trường Nhật Bản đang dần cảm nhận chất lượng tôm chế biến và nông sản của FMC nên giá tiêu thụ tại trường này sẽ cao hơn, sản lượng tiêu thụ tiếp tục tăng. Nhìn chung, chúng tôi đánh giá sản phẩm tôm chế biến của FMC vẫn có những lợi thế nhất định nên mức tiêu thụ dự kiến sẽ chững lại chứ không giảm mạnh trong năm 2023.

Chúng tôi dự phóng DTT và LNST của FMC năm 2023 lần lượt đạt 5,875 tỷ đồng (+3% YoY), 360 tỷ đồng (+4% YoY) dựa trên giả định:

- Sản lượng xuất khẩu tôm tăng 8% so với 2022 do (1) thị trường xuất khẩu ảm đạm, (2) các nhà máy mới chưa chạy hết công suất trong năm sau trong khi các nhà máy cũ đã hoạt động tối đa công suất, (3) công ty có thể tăng đơn hàng từ các khách hàng lớn như Costco ở Mỹ.
- Giá bán năm 2023 có khả năng giảm do không còn tình trạng khan hiếm lương thực, chi phí logistics tăng cao như giai đoạn 2021-2022. Dù vậy tác động của giá bán không ảnh hưởng nhiều đến BLNG do FMC đang tăng dần khả năng tự chủ, đồng thời chúng tôi cũng kỳ vọng giá tôm nguyên liệu cũng giảm. Theo đó, BLNG mảng tôm năm 2023 dự kiến cải thiện lên mức 10% (tăng 30 điểm cơ bản so với 2022).

### Kỳ vọng hồi phục từ năm 2024

Triển vọng năm 2024 tích cực hơn nhờ sức mua hồi phục và lạm phát đã tạo đỉnh trong năm 2023. Khó khăn qua đi, với nguồn lực đã chuẩn bị kỹ lưỡng từ trước, chúng tôi tin rằng FMC sẽ nắm bắt cơ hội cho giai đoạn tăng trưởng mới. Sản lượng xuất khẩu tiếp tục tăng khi (1) công ty nâng dần công suất các nhà máy mới, (2) tìm kiếm thêm khách hàng mới khi có sự hỗ trợ của cổ đông chiến lược Tập đoàn PAN. Theo đó, DTT năm 2024 có thể đạt 6,406 tỷ đồng (+9.5% YoY), LNST đạt 439 tỷ đồng (+22% YoY).

**Bảng 2. Dự phóng KQKD**

	2020	2021	2022*	2023F	2024F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>4,415</b>	<b>5,199</b>	<b>5,703</b>	<b>5,875</b>	<b>6,406</b>
<b>Tôm chế biến</b>					
Sản lượng xuất khẩu (tấn)	17,420	17,941	18,120	19,570	21,527
Tăng trưởng (YoY)	+16.2%	+3.0%	+1.0%	+8.0%	+10.0%
Giá bán (USD/kg)	10.63	11.18	12.13	11.52	11.41
BLNG	9.06%	9.63%	9.7%	10%	10.2%
<b>Nông sản chế biến</b>					
Sản lượng xuất khẩu (tấn)	1,200	1,592	1,799	1,943	2,137
Tăng trưởng (YoY)	-29%	+33%	+13%	+8%	+10%
Giá bán (USD/kg)	4.14	3.76	4.40	4.76	4.90
BLNG	34.87%	28.67%	30.00%	33.00%	33.00%
Chi phí bán hàng & Quản lý doanh nghiệp	-204.3	-264.4	-290.2	-299.0	-326
<b>LNST</b>	<b>226</b>	<b>287</b>	<b>346</b>	<b>360</b>	<b>439</b>

Nguồn: KBSV (\* Số liệu năm 2022 ước tính)

## Định giá

**Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu:  
46,000 VNĐ/cp**

Chúng tôi kết hợp hai phương pháp định giá DCF và so sánh P/E, với tỷ trọng 50-50 cho mỗi phương pháp để định giá cổ phiếu FMC. Với phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF, chúng tôi áp dụng WACC là 11.75% sau khi đã điều chỉnh phần bù rủi ro thị trường lên 8.08%. Đối với phương pháp P/E, chúng tôi áp dụng P/E mục tiêu năm 2023 ở mức thận trọng là 7,0x phản ánh những khó khăn trước mắt.

Khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu FMC, giá mục tiêu là 46,800 VNĐ/cp, cao hơn 27% so với giá đóng cửa ngày 18/1/2023.

**Bảng 3. Tổng hợp định giá**

Phương pháp	Tỷ trọng	Kết quả định giá
DCF	50%	57,204
So sánh P/E	50%	36,351
<b>Tổng hợp</b>	<b>100%</b>	<b>46,778</b>

Nguồn: KBSV

## Rủi ro

**Nguyên liệu tôm đầu vào biến động có thể ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp**

Hiệu quả nuôi tôm ở Việt Nam so với các nước Ấn Độ, Ecuador còn chưa cao. Chi phí nuôi tôm chịu ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố bao gồm cả kỹ thuật và thời tiết. Vùng nuôi tôm của FMC chủ yếu nằm ở khu vực ĐBSCL, nơi có tình trạng nhiễm mặn xảy ra thường xuyên trong các năm gần đây. Yếu tố thời tiết không thuận lợi sẽ gây ảnh hưởng đến hiệu quả nuôi trồng thủy sản.

Ngoài ra, các dịch bệnh về tôm như bệnh đốm trắng, hoại tử gan tụy hàng năm cũng gây thiệt hại không nhỏ cho người nuôi tôm. Điều này khiến chất lượng tôm giảm sút, giá thành biến động mạnh, sẽ tác động tiêu cực tới KQKD của FMC và các doanh nghiệp chế biến tôm.

**Thay đổi quy định thuế tại các thị trường xuất khẩu**

Như đã đề cập phần trước, các doanh nghiệp tôm Việt Nam hiện đang được hưởng mức thuế ưu đãi hơn tại Mỹ và châu Âu. Dù vậy, những thay đổi trong chính sách nhập khẩu và thuế quan của các nước có thể tạo ra nguy cơ khiến FMC bị đánh thuế cao hơn trong tương lai. Chúng tôi cho rằng chiến lược linh hoạt chuyển đổi giữa các thị trường xuất khẩu của FMC sẽ giúp công ty hạn chế phần nào rủi ro này.

## Báo cáo Kết quả H&amp;KD

(Tỷ VND)	2021A	2022A	2023E	2024E
Doanh thu thuần	5,199	5,703	5,875	6,406
Giá vốn hàng bán	-4,670	-5,115	-5,242	-5,702
<b>Lãi gộp</b>	<b>529</b>	<b>588</b>	<b>633</b>	<b>705</b>
Doanh thu tài chính	54	40	19	55
Chi phí tài chính	-33	-33	-35	-39
Gồm: Chi phí lãi vay	-14	-16	-18	-20
Lãi/(lỗ) liên doanh	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-197	-216	-223	-243
Chi phí quản lý DN	-67	-74	-76	-83
<b>Lãi/(lỗ) từ HĐ kinh doanh</b>	<b>286</b>	<b>305</b>	<b>318</b>	<b>394</b>
Lãi/(lỗ) khác	3	57	58	64
<b>Lãi/(lỗ) trước thuế</b>	<b>289</b>	<b>361</b>	<b>376</b>	<b>458</b>
Thuế doanh nghiệp	-2	-16	-16	-20
<b>Lãi/(lỗ) thuần sau thuế</b>	<b>287</b>	<b>346</b>	<b>360</b>	<b>439</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	20	20	20	20
<b>Lợi nhuận sau CĐTS</b>	<b>267</b>	<b>326</b>	<b>340</b>	<b>418</b>

## Chỉ số hoạt động

(%)	2021A	2022A	2023E	2024E
Tăng trưởng doanh thu	18%	10%	3%	9%
Tăng trưởng EBIT	21%	24%	3%	22%
Tăng trưởng EBITDA	17%	21%	4%	20%
Tăng trưởng LN sau CĐTS	18%	22%	4%	23%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	10%	10%	11%	11%
Tỷ suất EBITDA	7%	8%	8%	9%
Tỷ suất EBIT	6%	7%	7%	7%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	6%	7%	7%	7%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	5%	6%	6%	7%

## Lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ VND)	2021A	2022A	2023E	2024E
Lãi trước thuế	289	361	376	458
Khấu hao TSCĐ	83	84	91	99
(Lãi)/lỗ từ HĐ đầu tư	-15	-15	-15	-15
Thay đổi vốn lưu động	-126	-73	-264	-200
(T)/G phải thu	-16	-67	47	-159
(T)/G hàng tồn kho	-332	-2	-373	1
(T)/G TS ngắn hạn khác	0	0	0	0
(T)/G khoản phải trả	145	-44	59	-56
(T)/G chi phí trả trước	78	39	4	13
(T)/G nợ ngắn hạn khác	0	0	0	0
Điều chỉnh khác H&KD	0	0	0	0
<b>Lưu chuyển tiền H&amp;KD</b>	<b>178</b>	<b>316</b>	<b>241</b>	<b>309</b>
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0	0
Đầu tư tài sản cố định	-278	-137	-150	-206
Bất động sản đầu tư	0	1	2	3
Đầu tư vào công ty con	46	0	0	0
Tài sản khác	0	1	2	3
Điều chỉnh khác HĐĐT	-1	0	0	0
<b>Lưu chuyển tiền HĐ đầu tư</b>	<b>-233</b>	<b>-137</b>	<b>-150</b>	<b>-206</b>
Thu các khoản đi vay	4,117	285	294	320
Trả các khoản đi vay	-4,146	-237	-245	-267
Nợ phải trả khác	0	0	0	0
T/(G) vốn CSH	682	0	0	0
Cổ tức đã trả	-98	-131	-131	-131
Điều chỉnh khác HĐTC	0	0	0	0
<b>Lưu chuyển tiền HĐ tài chính</b>	<b>555</b>	<b>-83</b>	<b>-82</b>	<b>-77</b>
<b>Lưu chuyển tiền trong kỳ</b>	<b>501</b>	<b>96</b>	<b>10</b>	<b>26</b>
Tiền đầu kỳ	268	770	866	876
Tiền cuối kỳ	770	866	876	902

## Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VND)	2021A	2022A	2023E	2024E
<b>Tổng tài sản</b>	<b>2,700</b>	<b>3,023</b>	<b>3,307</b>	<b>3,564</b>
Tài sản ngắn hạn	2,150	2,387	2,612	2,794
Tiền & tương đương tiền	770	866	876	902
Đầu tư ngắn hạn	25	148	27	36
Khoản phải thu	307	374	327	486
Hàng tồn kho	941	942	1,136	1,134
Tài sản ngắn hạn khác	108	57	67	56
Tài sản dài hạn	550	636	694	770
Khoản phải thu dài hạn	4	0	0	0
Tài sản cố định	262	248	230	214
BĐS đầu tư	0	0	0	0
Tài sản dở dang dài hạn	188	260	333	413
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0
Lợi thế thương mại	0	1	2	3
Tài sản dài hạn khác	95	128	131	143
<b>Nợ phải trả</b>	<b>723</b>	<b>743</b>	<b>855</b>	<b>870</b>
Nợ ngắn hạn	713	729	841	856
Phải trả người bán	98	54	113	57
KH trả tiền trước	0	0	0	0
Vay ngắn hạn	415	462	512	565
Khoản dự trữ đặc biệt	0	1	2	3
Nợ ngắn hạn khác	200	213	217	234
Nợ dài hạn	10	13	14	15
Khoản phải trả dài hạn	0	1	2	3
Vay dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	10	13	14	15
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1,782</b>	<b>2,085</b>	<b>2,257</b>	<b>2,499</b>
Vốn góp	654	654	654	654
Thặng dư vốn cổ phần	594	594	594	594
Cổ phiếu quỹ	0	12	12	12
Lãi chưa phân phối	534	826	998	1,239
Vốn và quỹ khác	0	0	0	0
Lợi ích cổ đông thiểu số	195	195	195	195
<b>Tổng nợ &amp; vốn</b>	<b>2,700</b>	<b>3,023</b>	<b>3,307</b>	<b>3,564</b>

## Chỉ số chính

(x, % VND)	2021A	2022A	2023E	2024E
<b>Chỉ số định giá</b>				
P/E	10.4	6.5	9.0	7.3
P/E pha loãng	10.4	6.5	9.0	7.3
P/B	45.2	29.5	39.9	36.3
P/S	14.3	11.8	16.6	15.3
EV/EBITDA	605	629	515	491
EV/EBIT	791	801	630	604
Lãi cơ bản/cp (EPS)	4,677	4,982	5,193	6,400
Cổ tức/cp (DPS)	56	63	63	63
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	20%	20%	20%	20%
<b>Chỉ số khả năng sinh lời</b>				
ROE	16%	18%	17%	18%
ROA	11%	12%	11%	13%
ROIC	13%	14%	13%	14%
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tổng nợ phải trả/Vốn CSH	0.4	0.4	0.4	0.3
TS thanh toán hiện thời	3.0	3.3	3.1	3.3
TS khả năng trả lãi vay	18.0	21.0	23.3	21.9
<b>Chỉ số hoạt động</b>				
Hệ số vòng quay tài sản	0.3	2.0	1.9	1.9
Hệ số vòng quay phải thu	2	17	17	16
Hệ số vòng quay HTK	14	5.4	4.6	4.3
Hệ số vòng quay phải trả	88.6	67.3	67.3	67.3

## KHOẢ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOẢN 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

### Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Chuyên viên phân tích cao cấp  
tungna@kbsec.com.vn

Nguyễn Đức Huy – Chuyên viên phân tích  
huynd1@kbsec.com.vn

### Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp  
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích  
thuannnd@kbsec.com.vn

### Dầu khí & Tiện ích

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích  
thuannnd@kbsec.com.vn

### Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích  
anhntn@kbsec.com.vn

### Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích  
linhpp@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  
anhhd@kbsec.com.vn

### Vĩ mô & Ngân hàng

Lê Hạnh Quyên – Chuyên viên phân tích  
quyenlh@kbsec.com.vn

### Chiến lược đầu tư, Hóa chất

Thái Hữu Công – Chuyên viên phân tích  
congth@kbsec.com.vn

### Chiến lược đầu tư, Thủy sản & Dệt may

Trần Thị Phương Anh – Chuyên viên phân tích  
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.