

## CTCP THỰC PHẨM SAO TA (FMC) – BÁO CÁO LẦN ĐẦU

**Giá thị trường**

VND63.900

**Giá mục tiêu**

VND80.300

**Tỷ suất cổ tức**

3,3%

**Khuyến nghị**

KHẢ QUAN

**Ngành**

Hàng tiêu dùng

Ngày 27/04/2022

**Triển vọng ngắn hạn:** Tích cực

**Triển vọng dài hạn:** Tích cực

**Định giá:** Tích cực

Consensus\*: Mua:4 Giữ:1 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus:

N/A

**Thay đổi trọng yếu trong báo cáo**

➤ N/A

**Diễn biến giá**



Nguồn: VND RESEARCH

**Thông tin cổ phiếu**

|                         |          |
|-------------------------|----------|
| Cao nhất 52 tuần (VND)  | 74.000   |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 30.300   |
| GTGDBQ 3 tháng (tr VND) | 14.558tr |
| Thị giá vốn (tỷ VND)    | 4.028    |
| Free float (%)          | 20       |
| P/E trượt (x)           | 16,0     |
| P/B hiện tại (x)        | 2,3      |

**Cơ cấu sở hữu**

|            |       |
|------------|-------|
| PAN Group  | 37,8% |
| CP Vietnam | 24,9% |
| ABT        | 12,4% |
| Khác       | 24,9% |

Nguồn: VND RESEARCH

**Chuyên viên phân tích:**



**Nguyễn Thị Thanh Hằng**

Hang.nguyenthanh3@vndirect.com.vn

## Tiếp đà tăng trưởng trong năm 2022

- FMC là một trong những doanh nghiệp xuất khẩu tôm lớn nhất của Việt Nam, chiếm gần 5,3% kim ngạch xuất khẩu tôm năm 2021.
- Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận (LN) ròng của FMC sẽ tăng trưởng ở mức 18,8%/23,3% svck trong năm 2022/23 nhờ nhu cầu từ thị trường xuất khẩu mạnh và biên LN gộp tốt hơn.
- Báo cáo lần đầu với khuyến nghị Khả quan và giá mục tiêu 80.300 đồng/cp.

### Ngành tôm Việt Nam tiếp tục tăng trưởng khả quan trong tương lai

Chúng tôi kỳ vọng ngành xuất khẩu tôm của Việt Nam sẽ có triển vọng tươi sáng nhờ các yếu tố sau: (1) nhu cầu ngày càng tăng mạnh trên toàn thế giới đối với các sản phẩm thủy sản nuôi trồng với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm là 14,8% trong giai đoạn 2021-30, theo FAO, bao gồm cả các sản phẩm tôm; (2) Mỹ áp thuế nhập khẩu cao đối với sản phẩm tôm của Ấn Độ; (3) mức thuế thấp hơn đối với tôm của Việt Nam xuất khẩu sang các thị trường lớn như Liên minh Châu Âu (EU), Nhật Bản.

### FMC có vị thế tốt để nắm bắt nhu cầu phục hồi của thị trường xuất khẩu

Năm 2022 được kỳ vọng là một năm tươi sáng đối với toàn ngành thủy sản Việt Nam, trong đó có ngành tôm khi nhu cầu từ thị trường xuất khẩu mục tiêu sẽ phục hồi mạnh mẽ. FMC là một trong những nhà xuất khẩu tôm lớn nhất tại Việt Nam, ước tính chiếm gần 5,3% kim ngạch xuất khẩu tôm của Việt Nam vào năm 2021. Chuỗi giá trị tích hợp cho phép công ty thích ứng với mọi yêu cầu khắt khe của thị trường xuất khẩu. Ngoài ra, kế hoạch mở rộng trong năm 2022-25 theo ước tính của chúng tôi sẽ 1) nâng tỷ lệ tự cung cấp tôm nguyên liệu lên 50% trong năm 2025 từ mức hiện tại là 20-30%, cắt giảm 3-5% chi phí tôm nguyên liệu, và 2) tăng khoảng 80% công suất chế biến trong năm 2022 nhờ hai nhà máy mới.

### Cả doanh thu và lợi nhuận sẽ tăng trưởng tốt trong 2022-23

Chúng tôi kỳ vọng DT của FMC sẽ tăng trưởng 17,4%/15,5% svck trong 2022/23 do 1) DT sản phẩm tôm tăng 16,2%/14,7% svck và 2) DT từ sản phẩm nông sản tăng 56,3%/34,3% svck. Giả định chính của chúng tôi là (1) giá bán bình quân của sản phẩm tôm sẽ tăng +5,5%/-2,1% svck và (2) sản lượng tiêu thụ tôm của FMC tăng 15,6%/16,7% svck do nhu cầu mạnh từ các thị trường xuất khẩu. Chúng tôi kỳ vọng mức tăng 0,5/0,6 điểm % của biên LN gộp trong năm 2022/23 nhờ 1) tỷ lệ tự chủ tôm nguyên liệu cao hơn, và 2) giảm chi phí cho tôm giống và thức ăn, qua đó dự báo LN ròng tăng trưởng 18,8%/23,3% svck.

### Báo cáo lần đầu với khuyến nghị Khả quan và giá mục tiêu 80.300 đồng/cp

Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên định giá DCF 10 năm (WACC: 12%, tăng trưởng: 2%) và tương đương với P/E 2022/23 là 17,0/13,8 lần. Tiềm năng tăng giá là nhu cầu cùng với giá tôm và nông sản cao hơn chúng tôi dự kiến. Rủi ro giảm giá bao gồm dịch Covid-19 kéo dài hơn dự kiến có thể làm gián đoạn chuỗi cung ứng và ảnh hưởng đến nhu cầu từ các thị trường xuất khẩu chính.

| Tổng quan tài chính (VND) | 12-20A | 12-21A | 12-22E | 12-23E |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu thuần (tỷ)      | 4.415  | 5.199  | 6.104  | 7.048  |
| Tăng trưởng DT thuần      | 19,0%  | 17,8%  | 17,4%  | 15,5%  |
| Biên lợi nhuận gộp        | 9,7%   | 10,2%  | 10,7%  | 11,3%  |
| Biên EBITDA               | 3,9%   | 4,2%   | 4,5%   | 4,9%   |
| LN ròng (tỷ)              | 226    | 267    | 317    | 391    |
| Tăng trưởng LN ròng       | (1,7%) | 18,1%  | 18,8%  | 23,3%  |
| Tăng trưởng LN cốt lõi    | (1,7%) | 26,9%  | 18,8%  | 23,3%  |
| EPS cơ bản                | 4.608  | 4.080  | 4.847  | 5.974  |
| EPS điều chỉnh            | 4.354  | 4.046  | 4.701  | 5.794  |
| BVPS                      | 22.045 | 27.247 | 29.982 | 33.921 |
| ROAE                      | 22,4%  | 18,6%  | 16,9%  | 18,7%  |

Source: VNDIRECT RESEARCH

## Luận điểm đầu tư

### Chúng tôi ưa thích FMC vì:

- FMC là một trong những doanh nghiệp xuất khẩu tôm lớn nhất tại Việt Nam, chiếm gần 5,3% kim ngạch xuất khẩu tôm của Việt Nam vào năm 2021, theo ước tính của chúng tôi.
- Nhu cầu tại các thị trường xuất khẩu chính của FMC như Mỹ, EU và Nhật Bản đang ghi nhận mức tăng trưởng mạnh mẽ do 1) nhu cầu của kênh Horeca (Khách sạn, nhà hàng, quán café) phục hồi sau đại dịch tại tất cả các thị trường xuất khẩu, 2) ưu đãi thuế từ thị trường EU.
- Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng của FMC sẽ tăng trưởng ở mức 18,8%/23,3% svck trong năm 2022/23 nhờ nhu cầu lớn ở thị trường xuất khẩu và biên LN gộp được cải thiện.
- Nhờ dòng tiền từ hoạt động kinh doanh và ROE ổn định, FMC duy trì chính sách cổ tức tiền mặt ổn định cho cổ đông với tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức hơn 40% trong giai đoạn 2015-21.

**Báo cáo lần đầu FMC với khuyến nghị Khả quan.** Giá mục tiêu của chúng tôi cho FMC là 80.300 đồng, dựa trên định giá DCF 10 năm (WACC: 12%, tăng trưởng dài hạn: 2%) và tương đương với P/E 2022/23 là 17,0/13,8 lần.

**Hình 1: Định giá FCFF (Đơn vị: tỷ đồng)**

| Đơn vị: tỷ đồng                         |            |
|-----------------------------------------|------------|
| Giá trị tới hạn của FCFF                | 725        |
| Tăng trưởng dài hạn                     | 2,00%      |
| Giá trị DN năm cuối chu kỳ              | 7.001      |
| Mức chiết khấu                          | 0,32       |
| Giá trị hiện tại của DN năm cuối chu kỳ | 2.240,3    |
| Giá trị doanh nghiệp                    | 5.092,4    |
| Trừ: tổng nợ                            | (414,8)    |
| Trừ: cổ phiếu ưu đãi                    | -          |
| Trừ: lợi ích của cổ đông thiểu số       | (195)      |
| Cộng: tiền và tương đương tiền          | 769,6      |
| Giá trị VCSH                            | 5.252,2    |
| Số lượng cổ phiếu lưu hành              | 65.388.889 |
| Giá trị cổ phiếu (Đơn vị: VND)          | 80.323     |
| Giá trị cổ phiếu làm tròn (Đơn vị: VND) | 80.300     |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 2: Các giả định chính**

| Giả định chính            |     |
|---------------------------|-----|
| Beta                      | 1,1 |
| Phần bù rủi ro thị trường | 12% |
| Lãi suất phi rủi ro       | 3%  |
| Chi phí VCSH              | 16% |
| Chi phí vay nợ            | 5%  |
| WACC                      | 12% |
| Tăng trưởng dài hạn       | 2%  |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 3: Dòng tiền FCFF**

| Đơn vị: tỷ đồng                      | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   | 2027   | 2028   | 2029   | 2030   | 2031   | 2032   |
|--------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EBIT                                 | 329,2  | 425,7  | 505    | 587,4  | 734,5  | 768,9  | 783,9  | 793,6  | 807    | 842,5  |
| Thuế                                 | -8     | -14,3  | -11,8  | -13,5  | -16,7  | -17,4  | -17,7  | -17,9  | -18,1  | -18,8  |
| EBIAT (NOPAT)                        | 321,2  | 411,4  | 493,2  | 573,9  | 717,8  | 751,5  | 766,2  | 775,7  | 788,9  | 823,7  |
| Cộng: chi phí khấu hao               | 94     | 112    | 124    | 136    | 98     | 168    | 176    | 130    | 135    | 135    |
| Trừ: thay đổi vốn lưu động           | -92,3  | -143,1 | -158,6 | -133,6 | -250,7 | -45,6  | 123,3  | 129,2  | 129,2  | -41,4  |
| Trừ: CAPEX                           | -170,4 | -175,7 | -210,6 | -185,6 | -195,6 | -190,6 | -192,3 | -192,8 | -191,9 | -192,3 |
| Dòng tiền tự do của doanh nghiệp     | 152,5  | 204,6  | 248    | 390,7  | 369,5  | 683,3  | 873,2  | 842,1  | 861,2  | 725    |
| Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do | 152,5  | 182,7  | 197,7  | 278,1  | 209,7  | 346,2  | 395    | 340,1  | 310,6  | 233,4  |
| Tổng giá trị hiện tại của FCFF       | 2852,1 |        |        |        |        |        |        |        |        |        |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Rủi ro giảm giá và tiềm năng tăng giá:**

Rủi ro giảm giá bao gồm:

- Dịch bệnh Covid-19 với thời gian giãn cách xã hội lâu hơn có thể làm gián đoạn chuỗi cung ứng và công suất của nhà máy.
- Chi phí logistics cao hơn dự kiến có thể ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận của FMC do doanh thu của công ty chủ yếu đến từ thị trường xuất khẩu.

Tiềm năng tăng giá là nhu cầu và giá tôm và nông sản cao hơn chúng tôi kỳ vọng.

**Hình 4: So sánh với các doanh nghiệp thủy sản niêm yết**

| Công ty                                           | Mã CK  | Giá      |             | Khuyến<br>nghị | Vốn hóa | P/E (lần) |      | P/B (lần) |     | ROE (%) |      | ROA (%) |      | D/E (%) |
|---------------------------------------------------|--------|----------|-------------|----------------|---------|-----------|------|-----------|-----|---------|------|---------|------|---------|
|                                                   |        | hiện tại | mục<br>tiêu |                |         |           |      |           |     |         |      |         |      |         |
|                                                   |        | Nội tệ   | Nội tệ      |                |         |           |      |           |     |         |      |         |      |         |
| Doanh nghiệp xuất khẩu cá tra                     |        |          |             |                |         |           |      |           |     |         |      |         |      |         |
| CTCP Vĩnh Hoàn                                    | VHC VN | 95.400   | 80.600      | HOLD           | 755,5   | 11,5      | 12,8 | 2,7       | 1,3 | 26,1    | 22,3 | 17,3    | 14,3 | 32,1    |
| CTCP Nam Việt                                     | ANV VN | 41.800   | N/A         | N/A            | 231,3   | 41,6      | NA   | 2,3       | NA  | 5,5     | NA   | 2,6     | NA   | 78,9    |
| CTCP Xuất nhập khẩu Thủy<br>sản Bến Tre           | ABT VN | 41.000   | N/A         | N/A            | 20,5    | 19,1      | NA   | 1,1       | NA  | 5,9     | NA   | 4,4     | NA   | 29,7    |
| CTCP Xuất nhập khẩu Thủy<br>sản Cửu Long An Giang | ACL VN | 28.550   | N/A         | N/A            | 62,3    | 15,3      | NA   | 1,9       | NA  | 12,7    | NA   | 6,0     | NA   | 84,4    |
| CTCP Đầu tư và Phát triển<br>Đa Quốc Gia          | IDI VN | 24.600   | N/A         | N/A            | 243,7   | 17,7      | NA   | 1,8       | NA  | 10,4    | NA   | 4,1     | NA   | 125,4   |
| Trung bình                                        |        |          |             |                | 262,7   | 21,0      |      | 1,9       |     | 12,1    |      | 6,9     |      | 70,1    |
| Doanh nghiệp xuất khẩu tôm                        |        |          |             |                |         |           |      |           |     |         |      |         |      |         |
| CTCP Tập đoàn Thủy sản<br>Minh Phú                | MPC VN | 39.200   | N/A         | N/A            | 341,1   | 12,8      | 9,6  | 1,5       | 1,4 | 11,6    | 14,7 | 6,9     | NA   | 59,2    |
| CTCP Thực phẩm Sao Ta                             | FMC VN | 63.900   | 80.300      | ADD            | 181,9   | 16,0      | 11,5 | 2,3       | NA  | 18,4    | 20,7 | 11,7    | 12,1 | 21,0    |
| CTCP Camimex Group                                | CMX VN | 19.250   | N/A         | N/A            | 76,1    | 12,7      | NA   | 1,6       | NA  | 9,5     | NA   | 3,5     | NA   | 62,3    |
| Trung bình                                        |        |          |             |                | 199,7   | 13,8      | 10,6 | 1,8       | 1,4 | 13,2    | 17,7 | 7,4     | 12,1 | 47,5    |

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (dữ liệu ngày 27/04/2022)

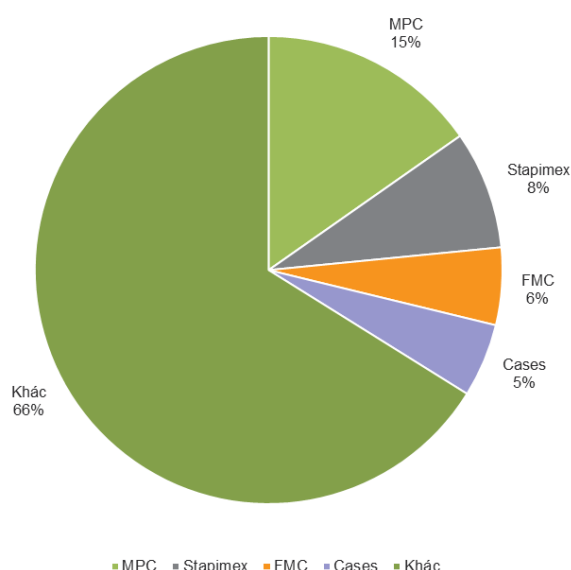
## TIẾP ĐÀ TĂNG TRƯỞNG TRONG NĂM 2022

Thuộc nhóm doanh nghiệp xuất khẩu tôm hàng đầu Việt Nam với chuỗi giá trị tích hợp

**FMC là một trong các DN xuất khẩu tôm lớn nhất của Việt Nam về giá trị**

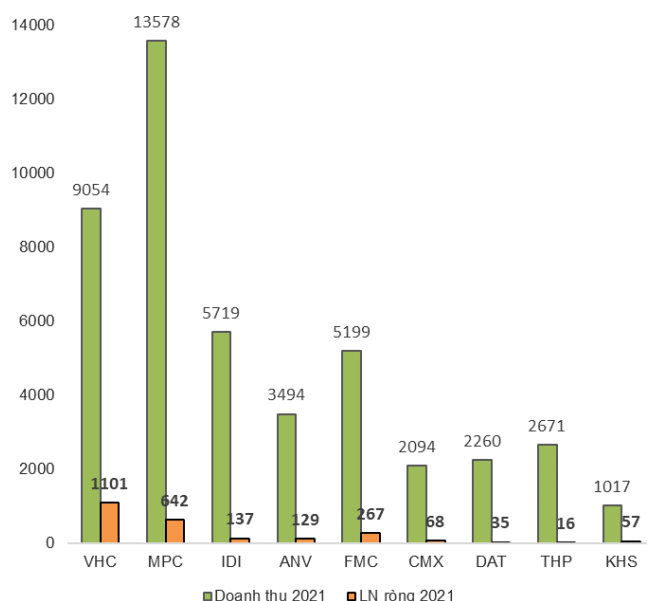
Công ty cổ phần Thực phẩm Sao Ta được thành lập vào năm 1995, tiền thân là công ty vốn nhà nước với tên gọi Công ty Thực phẩm Xuất nhập khẩu Tổng hợp Sóc Trăng. FMC hoạt động trong lĩnh vực chế biến và sản xuất tôm và các sản phẩm nông nghiệp. Trong năm 2021, theo báo cáo của Hiệp hội chế biến và xuất khẩu Thủy sản Việt Nam (VASEP), FMC xuất khẩu 201 triệu USD sản phẩm tôm, chiếm tới 5,3% tổng giá trị xuất khẩu của ngành tôm Việt Nam.

Hình 5: FMC là doanh nghiệp xuất khẩu tôm lớn thứ 3 Việt Nam năm 2021



Nguồn: VASEP, VNDIRECT RESEARCH

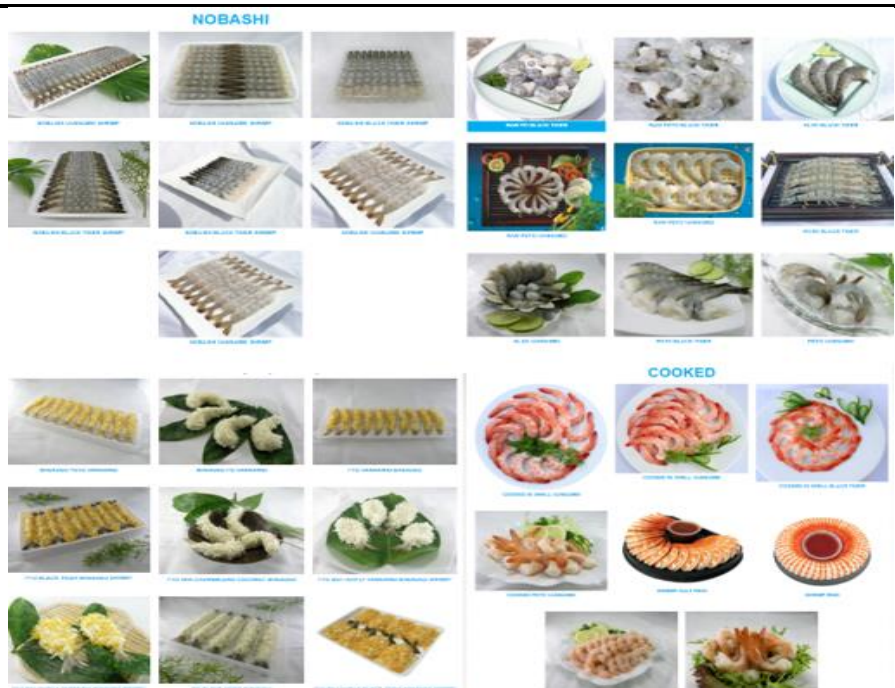
Hình 6: FMC là một trong những DN lớn trong ngành xuất khẩu thủy sản Việt Nam (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: FiinPro, VNDIRECT RESEARCH

Các sản phẩm chính của FMC bao gồm sản phẩm tôm chế biến đông lạnh gồm tôm tươi cấp đông siêu tốc (IQF), tôm hấp và các sản phẩm chế biến từ tôm như tôm Nobashi, tôm tẩm bột, tôm chế biến,.. và các sản phẩm khác.

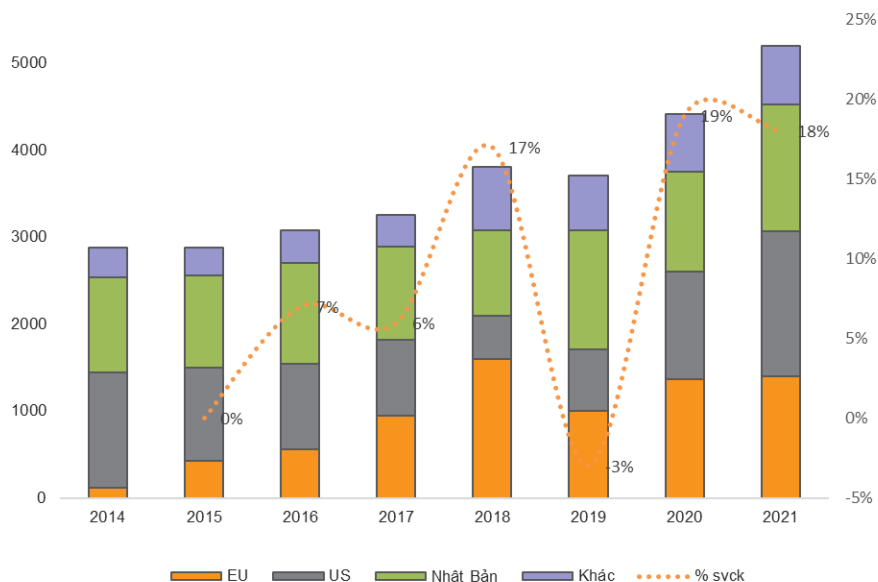
Hình 7: Một số sản phẩm chính của FMC



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Trong ba năm qua, doanh thu và lợi nhuận của FMC tăng trưởng ở mức cao lần lượt 18,4% và 7,8% mỗi năm. Hiện tại, chúng tôi ước tính 95% doanh thu của FMC đến từ các thị trường xuất khẩu bao gồm Mỹ (32% tổng doanh thu năm 2021), Nhật (28%) và châu Âu (27%).

Hình 8: Cơ cấu doanh thu FMC theo thị trường (đơn vị: tỷ đồng)



\*Số liệu 2021 ước tính. Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Thị trường Mỹ:** Doanh thu từ thị trường Mỹ tăng mạnh từ năm 2018 với mức tăng trưởng kép hàng năm 49,8% trong giai đoạn 2018 - 2021; nhờ vào 1) thuế chống phá giá trở về mức 0% và 2) nhu cầu từ ngành dịch vụ ăn uống phục hồi mạnh mẽ sau khi đại dịch Covid-19 dần được kiểm soát. Khách hàng chính của



FMC tại thị trường Mỹ đến từ kênh dịch vụ Horeca (Khách sạn – Nhà hàng – quán cafe) và các chuỗi bán lẻ. Hiện tại, nhu cầu tại thị trường Mỹ vẫn đang tiếp tục tăng cao. Đồng thời, FMC mới ký hợp đồng mới với kênh bán buôn Costco, một chuỗi cửa hàng bán buôn chỉ dành cho thành viên ở Mỹ

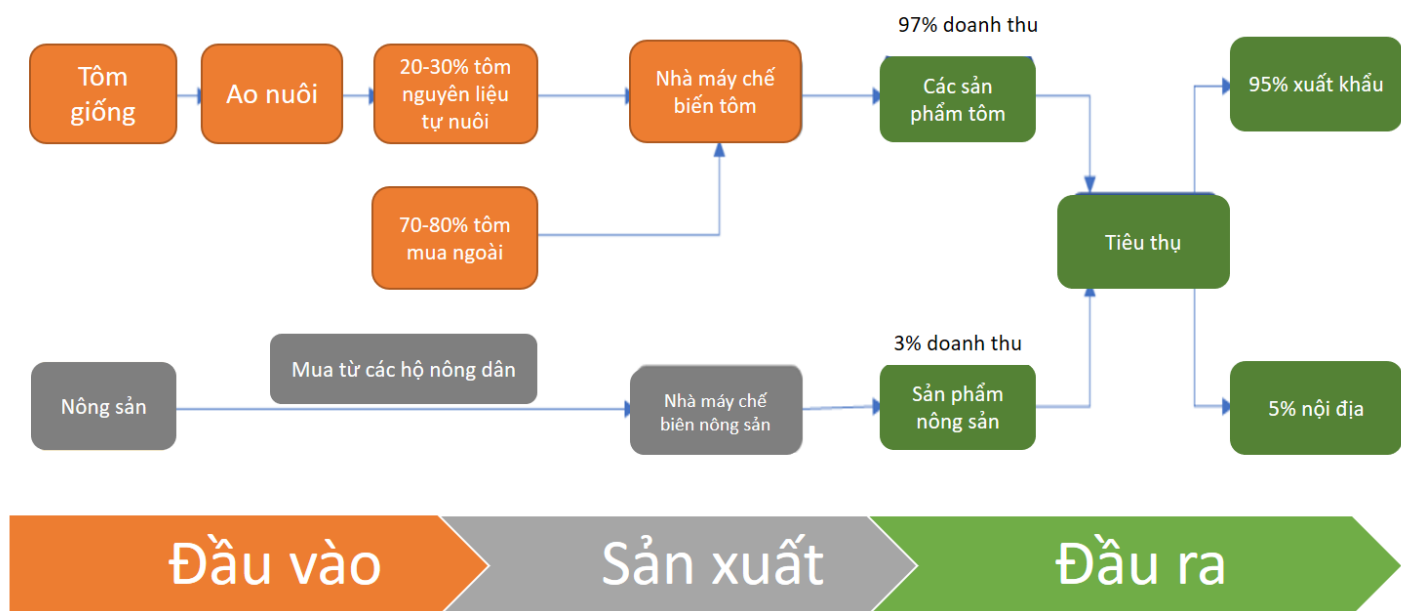
**Thị trường châu Âu:** Doanh thu từ thị trường châu Âu hưởng mức tăng trưởng kép hằng năm lên tới 93,0% trong giai đoạn 2014-2018 trước khi giảm xuống mức 18,4% trong giai đoạn 2019-2021 do nhu cầu sụt giảm khi các nước châu Âu thực hiện giãn cách xã hội. Trong năm 2022, FMC có kế hoạch tập trung vào thị trường này nhằm hưởng lợi từ thuế quan và biên lợi nhuận cao hơn so với thị trường Mỹ.

**Thị trường Nhật Bản:** Doanh thu từ thị trường Nhật tăng nhẹ với tăng trưởng lợi nhuận kép hằng năm đạt 4.2% trong giai đoạn 2014-21. Doanh thu tại thị trường Nhật Bản không biến động mạnh như các thị trường khác do 1) nhu cầu ổn định, 2) chi phí vận chuyển thấp hơn thị trường châu Âu và Mỹ nhờ vị trí địa lý và 3) mức biên lợi nhuận cao hơn do khách hàng tại thị trường này sẵn sàng trả mức giá cao hơn cho các sản phẩm chế biến cao cấp. Trong năm 2022, FMC sẽ tiếp tục phát triển các sản phẩm mới cho thị trường với nhà máy Tam An (nhà máy chuyên chế biến các sản phẩm nông sản và thủy sản của FMC).

### FMC có chuỗi giá trị tích hợp đáp ứng các tiêu chuẩn trên toàn thế giới

FMC hoạt động trong tất cả các bước sản xuất từ trại giống, nuôi tôm, chế biến thực phẩm. Với chuỗi giá theo chiều dọc, FMC có thể kiểm soát chất lượng của cả quá trình giúp sản phẩm đạt các tiêu chuẩn quốc tế về an toàn thực phẩm. Vùng nuôi tôm, nhà máy, quy trình sản xuất của FMC đã đạt được các chứng chỉ quốc tế như HACCP, BAP, BRC, IFS, HALAL, ISO 14001 được cấp bởi các tổ chức quốc tế uy tín như Nafiqad, Intertek, Bureau Veritas....

Hình 9: Chuỗi giá trị của FMC



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

FMC triển khai các vùng nuôi tôm nhằm tự chủ nguyên liệu, hạn chế phần nào ảnh hưởng của biến động giá nguyên liệu trên thị trường. Hiện tại, công ty tự chủ được khoảng 20 - 30% nguyên liệu đầu vào. FMC sở hữu vùng nuôi đạt tiêu chuẩn ASC lớn nhất cả nước, với công nghệ nuôi tiên tiến và sử dụng thành công men vi sinh chất lượng cao trong quá trình nuôi tôm. FMC là một trong

những doanh nghiệp xuất khẩu tôm có tỷ lệ tự cung cao nhất (cao hơn cả MPC - doanh nghiệp xuất khẩu tôm lớn nhất Việt Nam với tỷ lệ tự chủ nguyên liệu chỉ khoảng 10%). Nguồn cung tôm nguyên liệu còn lại đến từ việc nuôi theo hợp đồng và thu mua từ các ao nuôi quy mô nhỏ thông qua các thương lái địa phương. Quy trình kiểm tra chất lượng nguồn tôm đầu vào cũng rất nghiêm ngặt nhằm đảm bảo chất lượng tôm nguyên liệu.

FMC sở hữu 4 nhà máy chế biến tôm và nông sản với tổng công suất khoảng 85 tấn thành phẩm/ ngày trong năm 2021. Theo ước tính của chúng tôi, các nhà máy này đã hoạt động với khoảng 90% công suất tối đa. So sánh năng lực của các công ty xuất khẩu niêm yết, hiện tại năng lực sản xuất của FMC ở mức trung bình.

**Hình 10: Công suất nhà máy FMC tính đến 31/12/2021**

| Nhà máy                  | Công suất   | Sản phẩm                |
|--------------------------|-------------|-------------------------|
| Nhà máy thủy sản Nam An  | 50 tấn/ngày | Tất cả các sản phẩm tôm |
| Nhà máy thực phẩm An San | 10 tấn/ngày | Sản phẩm nông sản       |
| Nhà máy thủy sản Tin An  | 10 tấn/ngày | Tôm bao bột             |
| Nhà máy thủy sản Sao Ta  | 15 tấn/ngày | Hàng IQF                |

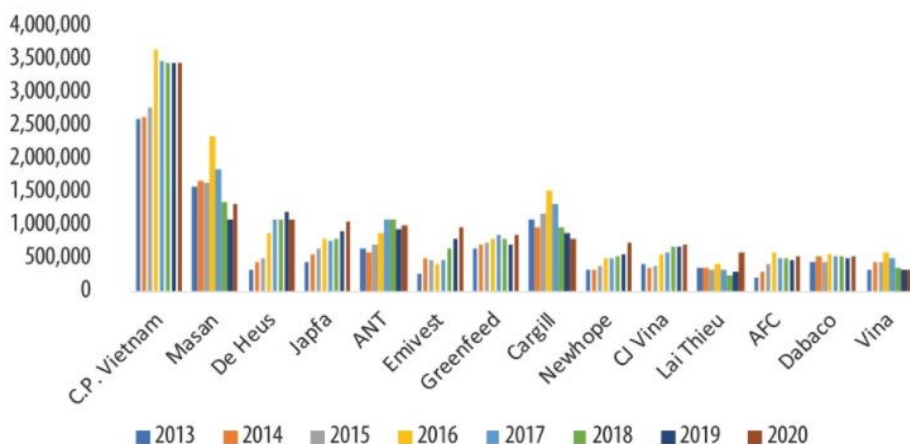
Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY

### Hoạt động kinh doanh được hỗ trợ bởi cổ đông chiến lược

Hiện tại, C.P Việt Nam (Chưa niêm yết) và Tập đoàn PAN (PAN VN, HOSE) đang sở hữu lần lượt 24,9% và 37,8% cổ phần của FMC. PAN Group và C.P. Việt Nam đã ký Thỏa thuận hợp tác chiến lược, cam kết hỗ trợ lẫn nhau mở rộng và phát triển hoạt động kinh doanh nhằm khai thác tốt nhất tiềm năng thị trường và thế mạnh trong lĩnh vực kinh doanh của mỗi bên, cũng như thúc đẩy sự phát triển bền vững của các chuỗi giá trị, bao gồm chuỗi giá trị tôm. Hai bên cũng cam kết cùng hỗ trợ FMC hoàn thiện quy trình và nâng cao hiệu quả nuôi tôm, mở rộng trang trại nuôi tôm, đa dạng hóa sản phẩm đầu ra và mở rộng thị trường xuất khẩu.

C.P Việt Nam được coi là công ty chăn nuôi lớn nhất Việt Nam. Với thế mạnh vượt trội về sản xuất giống và thức ăn cho tôm, C.P. Việt Nam cam kết hỗ trợ kịp thời và đầy đủ vật tư nuôi tôm như giống, thức ăn,... cho các vùng nuôi của FMC. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng rằng FMC sẽ ưu tiên sử dụng các nguyên liệu đầu vào của C.P.Vietnam giúp FMC tiết kiệm chi phí.

**Hình 11: Sản lượng của các nhà sản xuất thức ăn chăn nuôi trong giai đoạn 2013-2020 (Đơn vị: tấn)**

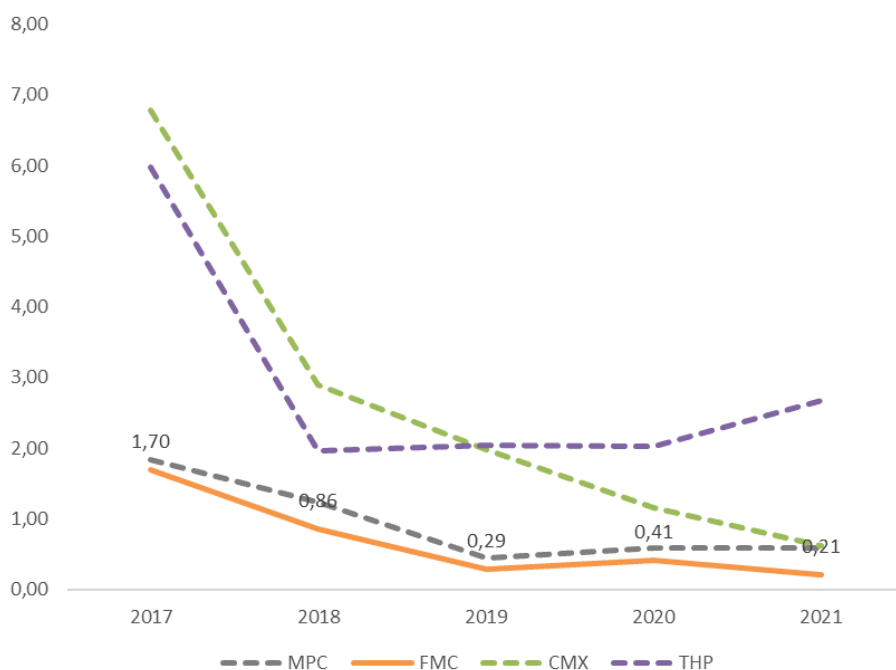


Nguồn: AGROMONITOR

### FMC duy trì tài chính lành mạnh với lợi nhuận trên mức trung bình

Năm 2021, FMC thu về một khoản tiền lớn từ việc phát hành cổ phiếu và vốn góp trị giá 682 tỷ đồng thông qua phát hành riêng lẻ cho cổ đông chiến lược và chào bán cho cổ đông hiện hữu, dẫn đến số dư tiền và tương đương tiền là 770 tỷ đồng tính đến ngày 31 tháng 12 năm 2021. Ban lãnh đạo chia sẻ rằng khoản tiền từ các đợt phát hành dùng để bổ sung vốn lưu động, trả nợ ngân hàng và phục vụ kế hoạch mở rộng diện tích nuôi trong thời gian sắp tới. Việc phát hành vào năm 2021 đã đưa tỷ lệ D/E của FMC xuống 0,21, mức thấp nhất kể từ năm 2015. So với một số doanh nghiệp xuất khẩu tôm Việt Nam, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu của FMC ở mức thấp và không có mức độ rủi ro cao do sử dụng đòn bẩy tài chính.

**Hình 12: Tỷ lệ D/E của một số doanh nghiệp xuất khẩu tôm niêm yết**

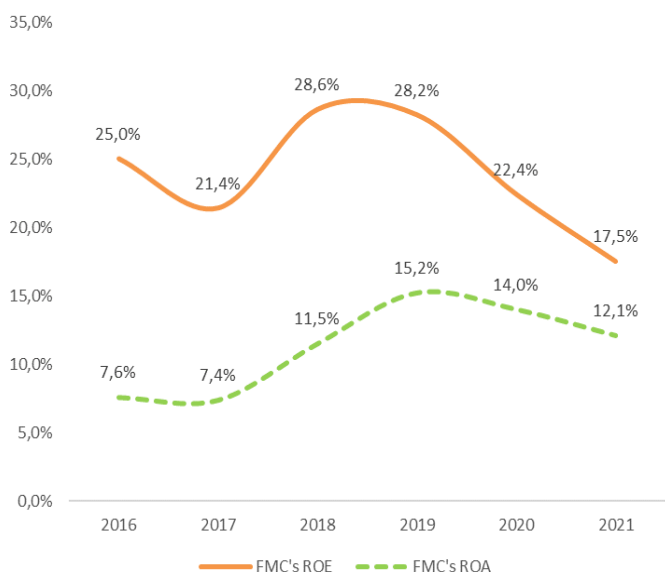


Nguồn: FiinPro, VNDIRECT RESEARCH

Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) của FMC luôn được duy trì trên 20% trong giai đoạn FY16-20. Mặc dù lợi nhuận ròng của FMC tăng 18,1% so với cùng kỳ trong năm 2021, nhưng vốn chủ sở hữu trung bình năm 2021 đã tăng 51,3% sau khi phát hành riêng lẻ cho cổ đông chiến lược và cổ đông hiện hữu và 2) lợi nhuận chưa phân phối đáng kể nhờ kết quả kinh doanh khả quan trong năm 2021. Do đó, ROE của FMC ghi nhận kết quả dưới 20% lần đầu tiên sau 5 năm. Tuy vậy, tỷ lệ của FMC vẫn vượt trội so với các công ty cùng ngành.

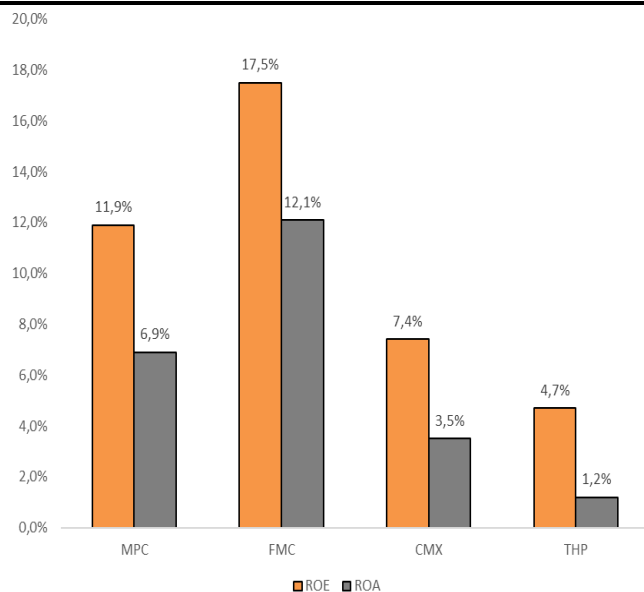


Hình 13: ROE của FMC ở mức dưới 20% lần đầu tiên trong vòng 5 năm



Nguồn: FiinPro, VNDIRECT RESEARCH

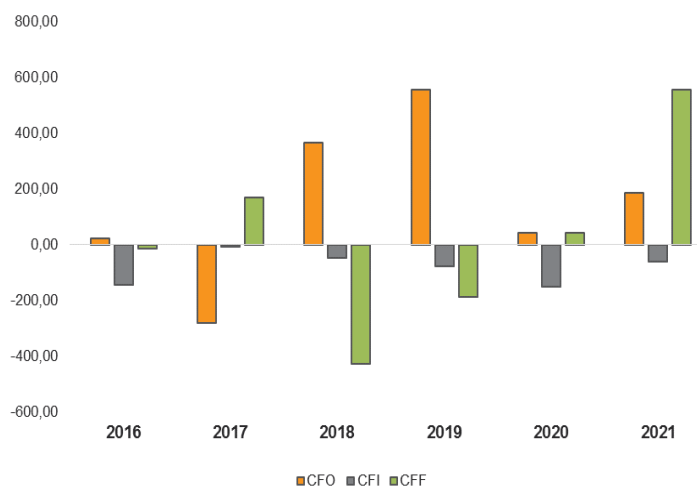
Hình 14: ...nhưng vẫn vượt trội so với ngành



Nguồn: FiinPro, VNDIRECT RESEARCH

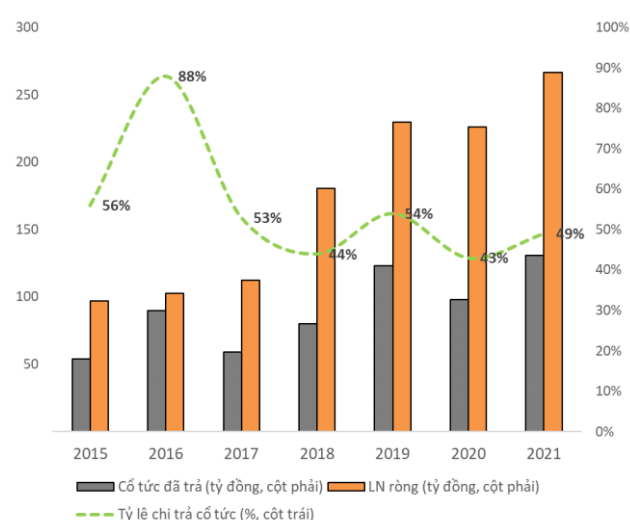
Nhờ dòng tiền từ hoạt động kinh doanh khả quan và tỷ lệ ROE ổn định, FMC duy trì chính sách cổ tức tiền mặt ổn định cho cổ đông với tỷ lệ chi trả hơn 40% trong giai đoạn 2015-21. Trong ĐHCĐ thường niên năm 2021, FMC đã thông qua kế hoạch chia cổ tức 2021 bằng tiền mặt là 2.000 đồng/cổ phiếu trong năm 2022.

Hình 15: Dòng tiền của FMC (tỷ đồng)



Nguồn: FiinPro, VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: FMC chi trả cổ tức ổn định qua các năm



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

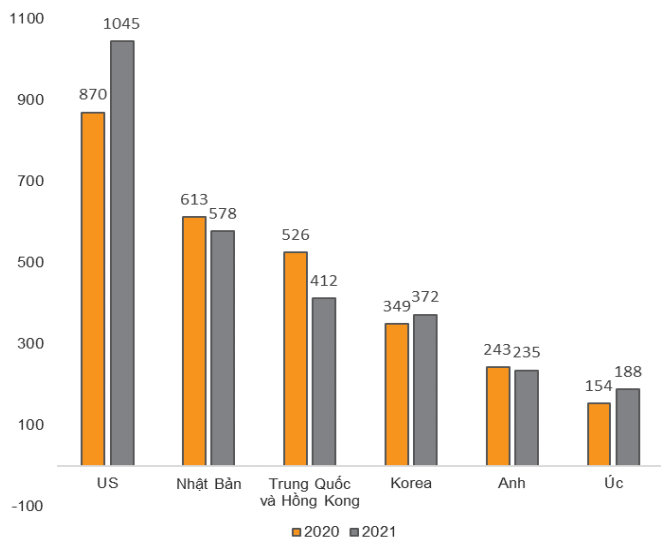
## Triển vọng ngành chế biến và xuất khẩu tôm Việt Nam

### Nhu cầu toàn cầu phục hồi mạnh mẽ sau dịch bệnh

Tổng kim ngạch xuất khẩu tôm Việt Nam trong Q1/22 tăng 37% svck lên hơn 900 triệu USD. Nhu cầu tôm cao tại các thị trường xuất khẩu cùng với giá bán bình quân tăng là những yếu tố chính giúp kim ngạch xuất khẩu tôm tăng trưởng vượt trội so với năm trước. VASEP dự báo năm 2022, xuất khẩu tôm sẽ tăng

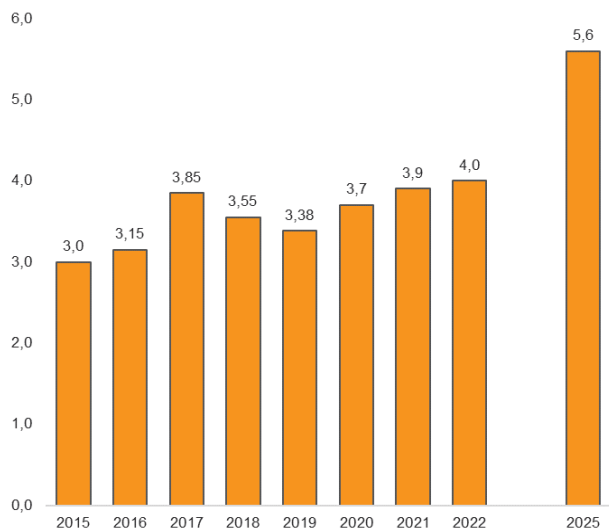
khoảng 3% svck, đạt kim ngạch xuất khẩu 4,0 tỷ USD và 5,6 tỷ USD vào năm 2025 (tốc độ tăng trưởng kép vào khoảng 9,5%).

**Hình 17: Các thị trường xuất khẩu tôm chính của thị trường Việt Nam (đơn vị : tr USD)**



Nguồn: VASEP, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 18: Kim ngạch xuất khẩu tôm của Việt Nam (Đơn vị: tỷ USD)**

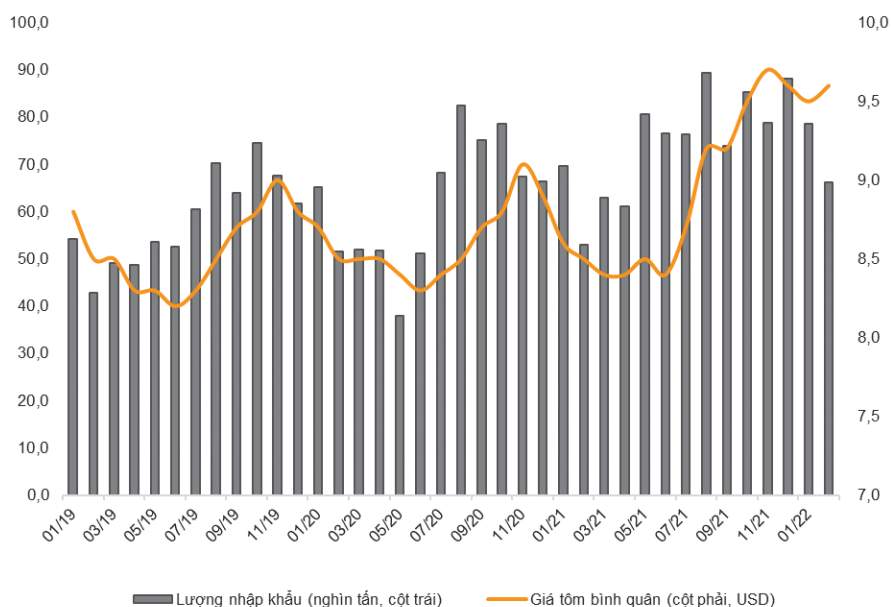


Nguồn: VASEP, VNDIRECT RESEARCH

Sau đại dịch với việc mở cửa trở lại các hoạt động du lịch và lễ hội trên khắp thế giới, chúng tôi tin rằng tiêu thụ thủy sản, bao gồm tôm sẽ tăng trưởng ổn định 14,8% trong giai đoạn 2022-2030.

- Thị trường Mỹ:** Khi thị trường Mỹ mở cửa trở lại sau dịch Covid-19, ngành du lịch sẽ phục hồi trở lại, làm tăng nhu cầu về dịch vụ ăn uống và đồ ăn nhanh. Người tiêu dùng Mỹ đã tăng chi tiêu cho thực phẩm và đồ uống tại các cơ sở dịch vụ trong T2/22 sau nhiều tháng không khả quan. Giá nhập khẩu bình quân/sản lượng tôm nhập khẩu trong 2T22 tăng 13%/31% svck chứng tỏ nhu cầu tại thị trường Mỹ đang còn cao.

**Hình 19: Giá tôm bình quân và lượng nhập khẩu tôm của Mỹ đang tăng lên**



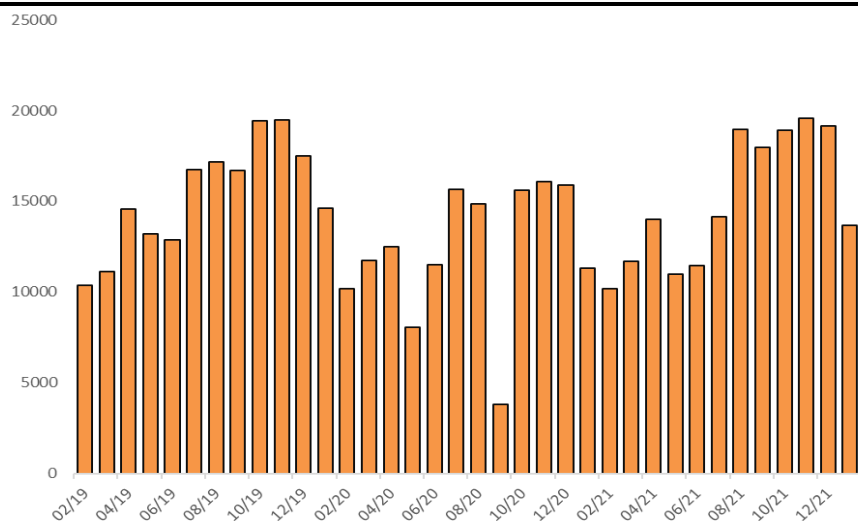
Nguồn: NOAA, VNDIRECT RESEARCH

Theo Vasep, thị phần tôm năm 2021 của Việt Nam tại thị trường Mỹ tăng lên 13% từ 11% năm 2020. Mỹ vẫn sẽ là thị trường nhập khẩu tôm lớn nhất của Việt Nam vào năm 2022. Với sự phục hồi nhu cầu của chuỗi Horeca và thể mạnh về tôm chế biến, xuất khẩu tôm của Việt Nam sang Mỹ năm nay sẽ tiếp tục tăng.

Hơn nữa, ngành tôm của Ấn Độ, nước xuất khẩu tôm lớn nhất đến thị trường Mỹ, có thể sẽ bị ảnh hưởng bởi việc Bộ Thương mại Mỹ (US DOC) tăng gấp đôi thuế chống bán phá giá đối với tôm xuất khẩu từ Ấn Độ. Ngày 24/11/2021, DOC Hoa Kỳ công bố kết quả cuối cùng của đợt rà soát hành chính lần thứ 15 về thuế chống bán phá giá đối với tôm đông lạnh từ Ấn Độ, trong đó xác định mức thuế chống bán phá giá là 7,15%, tăng 2,3 lần so với kết quả rà soát hành chính lần thứ 14 đạt 3,06%. Trong khi đó, nhiều nhà xuất khẩu tôm của Việt Nam đang được hưởng thuế chống bán phá giá ở mức 0%. Đây sẽ là cơ hội để Việt Nam tăng thị phần tại Hoa Kỳ khi sản lượng của tôm Ấn Độ có thể bị giảm do sự thay đổi này.

- **Thị trường EU:** Theo Statista, năm 2021, doanh thu sản phẩm thủy sản của EU ghi nhận mức tăng trưởng mạnh nhất kể từ năm 2015 bất chấp đại dịch Covid-19 và dự kiến sẽ tiếp tục tăng 4,8% svck năm 2022. Sự tăng trưởng này được hỗ trợ bởi nhu cầu cao của thị trường EU do người dân ở đây có xu hướng thích sử dụng các sản phẩm thủy sản tốt cho sức khỏe và nhu cầu bị dồn nén sau đại dịch. Hơn nữa, Hiệp định Thương mại Tự do EU-Việt Nam (EVFTA) sẽ giúp Việt Nam có lợi thế cạnh tranh tại EU vào năm 2022. Theo EVFTA, thuế suất đối với tôm sú là 0%, trong khi thuế suất đối với tôm chân trắng đông lạnh sẽ giảm dần xuống 0% vào năm 2025. Với việc thuế xuất khẩu của Việt Nam tiếp tục được cắt giảm theo lộ trình của hiệp định và triển vọng kinh tế EU khá khả quan trong năm 2022, chúng tôi cho rằng xuất khẩu tôm của FMC sang EU sẽ duy trì đà tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2022.
- **Thị trường Nhật Bản:** Thị trường Nhật Bản biến động thất thường do đại dịch COVID-19 năm 2021. Theo VASEP, thị trường Nhật Bản là một trong số ít thị trường ghi nhận giá trị xuất khẩu tôm Việt Nam tăng trưởng âm trong năm 2021. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng thị trường này sẽ tăng trở lại từ mức nền thấp vào năm 2021. Với tỷ lệ tiêm chủng ở Nhật Bản tương đối cao và đang tăng dần, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu ở các quốc gia này sẽ tăng lên khi hoạt động nhà hàng và dịch vụ ăn uống tăng lên cùng với sự phát triển của phân khúc bán lẻ. Giá trị nhập khẩu tôm của Nhật Bản trong những tháng gần đây cho thấy nhu cầu tại thị trường rộng lớn này đang phục hồi và quay trở lại mức trước đại dịch vào năm 2019.

**Hình 20: Nhập khẩu tôm và tôm hùm của Nhật Bản (Đơn vị: tr JPY)**



Nguồn: Tradingeconomic, VNDIRECT RESEARCH

Việt Nam và Nhật Bản là thành viên của 4 hiệp định thương mại tự do (FTA) song phương và đa phương: Hiệp định Đối tác kinh tế Việt Nam - Nhật Bản (VJEPA), Hiệp định Đối tác Kinh tế Toàn diện Khu vực (RCEP), Hiệp định Đối tác kinh tế toàn diện ASEAN - Nhật Bản (AJCEP) và Hiệp định Đối tác Toàn diện và Tiến bộ xuyên Thái Bình Dương (CPTPP).

Các hiệp định thương mại tự do này đang tạo cơ hội quý giá cho ngành tôm Việt Nam nói chung và FMC nói riêng trong việc đẩy mạnh xuất khẩu sang Nhật Bản. Mức thuế ưu đãi đối với sản phẩm tôm chế biến sẽ là lợi thế lớn cho các doanh nghiệp xuất khẩu Việt Nam so với các đối thủ Ấn Độ, Thái Lan và Indonesia không được hưởng ưu đãi thuế.

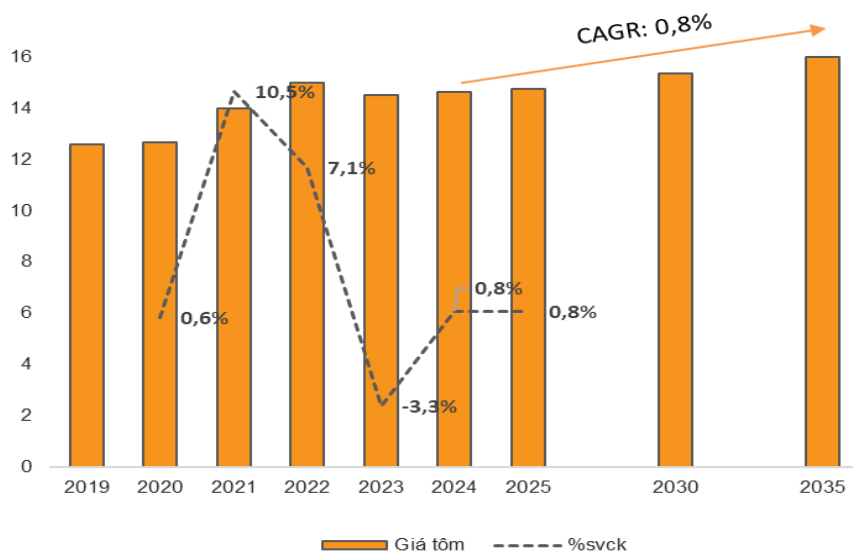
Vào năm 2022, FMC có thể sẽ tập trung nhiều hơn vào thị trường Nhật Bản do 1) cạnh tranh ít gay gắt hơn, 2) giá bán trung bình cao hơn do Nhật Bản ưa thích các sản phẩm chất lượng cao và 3) chi phí vận chuyển thấp hơn.

### Giá tôm dự kiến sẽ tăng vào năm 2022 sau đó hạ nhiệt vào năm 2023

Các chuyên gia tại Hội nghị Thị trường Thủy sản Toàn cầu thuộc Viện Thủy sản Quốc gia Hoa Kỳ (NFI) dự báo sản lượng tôm sản xuất toàn cầu năm 2022 sẽ tiếp tục tăng, đạt 5,0 triệu tấn (+ 8,7% svck), tăng đáng kể so với 4,6 triệu tấn năm 2021 và 4,1 triệu tấn năm 2020. Các nước ở châu Á đang sản xuất khoảng 65% sản lượng tôm của thế giới. Sản lượng tôm của Ấn Độ, Việt Nam và Indonesia đều tăng trưởng ổn định. Sản lượng tôm của ba quốc gia này chiếm 55% sản lượng tôm của châu Á. Ecuador nổi bật nhờ sản lượng tôm tăng trưởng ấn tượng và vượt 1 triệu tấn vào năm 2021 - mức cao nhất trong hơn một thập kỷ. Sản lượng tôm của Ecuador tăng nhờ thay đổi công nghệ và động lực này dự kiến sẽ tiếp tục mạnh mẽ.

Năm 2021, giá bán tôm bình quân (14,0 USD/kg) cao hơn khoảng 10% so với năm 2020, chủ yếu do chi phí vận chuyển tăng. Trong 9T21, FAO ước tính chi phí vận chuyển hàng hóa quốc tế từ châu Á đến Bắc Mỹ đối với container 20 feet và 40 feet tăng 500-700% (tương ứng ở mức 13.000 USD và 20.000 USD) do gián đoạn chuỗi cung ứng. Theo ước tính của chúng tôi, với giá dầu Brent trung bình dự kiến tăng 17% so với cùng kỳ năm 2022, cùng với nhu cầu phục hồi trên thị trường chính, chúng tôi kỳ vọng giá tôm sẽ tăng 7% svck (15 USD/kg) vào năm 2022, phù hợp với dự báo của Worldbank. Trong năm 2023, giá tôm có khả năng giảm 3,3% svck do 1) chi phí vận chuyển giảm và 2) nguồn cung tôm ổn định từ các nước xuất khẩu chính trên thị trường.

Hình 21: Dự báo giá tôm của Worldbank



\*Tôm (Mỹ), không vỏ, không đầu, ở dạng khối đông lạnh, Vịnh Mexico, 26 đến 30 con/pound, bán buôn tại Mỹ. Nguồn: Worldbank, VNDIRECT RESEARCH

## Triển vọng FMC 22-25F: Tiếp đà tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2022

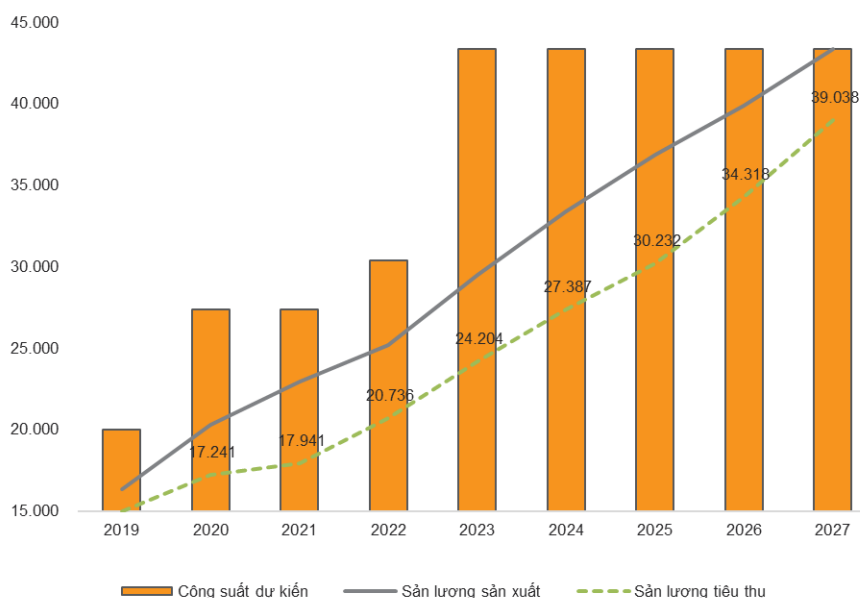
### Tích cực mở rộng năng lực sản xuất

Năm 2020, FMC phê duyệt kế hoạch đầu tư xây dựng nhà máy thủy sản Sao Ta với tổng vốn đầu tư là 280 tỷ đồng. Nhà máy mới với công suất 15.000 tấn thành phẩm/năm, dự kiến đi vào hoạt động trong quý 3/2021. Nhà máy được định hướng tập trung chế biến các sản phẩm tôm cao cấp, chủ yếu phục vụ thị trường EU - thị trường mà tôm Việt Nam có nhiều lợi thế nhờ được hưởng ưu đãi thuế quan từ EVFTA.

Cùng với đó, FMC cũng đầu tư vào nhà máy Tam An tại công ty con Khang An Food. Nhà máy Tam An với công suất 5.000 tấn thành phẩm/năm đã đi vào hoạt động trong Q1/22. Nhà máy chuyên chế biến nông sản phối chế và các sản phẩm mới đáp ứng nhu cầu của người tiêu dùng thị trường Nhật Bản và Mỹ.

Chúng tôi kỳ vọng rằng, tổng công suất của FMC sẽ tăng 80% vào năm 2023, sau khi cả hai nhà máy đi vào hoạt động, do đó, năng doanh thu của FMC lên đạt tăng trưởng kép giai đoạn 2022-25 là 14,2%.

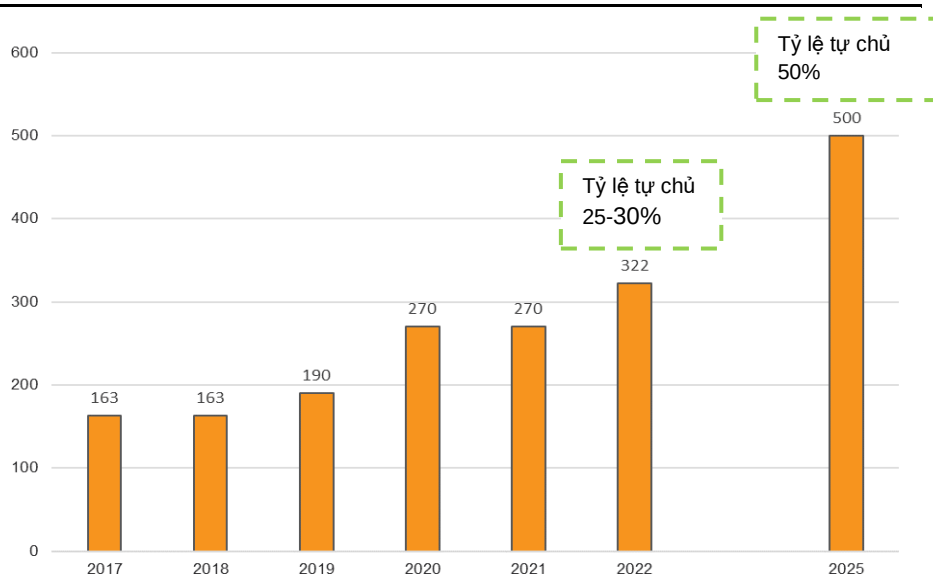
**Hình 22: Chúng tôi kỳ vọng các nhà máy chế biến tôm sẽ chạy tới đa công suất sau 5 năm (Đơn vị: tấn)**



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Với đặc thù của ngành chế biến thủy sản, chi phí tôm nguyên liệu chiếm tỷ trọng lớn trong tổng chi phí sản xuất. Do đó, công ty có kế hoạch mở rộng diện tích nuôi và tăng tỷ lệ tự cung cấp tôm nguyên liệu để 1) hạn chế biến động giá tôm nguyên liệu để ổn định tỷ suất lợi nhuận gộp và 2) đảm bảo chất lượng tôm đầu vào đáp ứng yêu cầu của thị trường xuất khẩu mục tiêu. Theo ước tính của chúng tôi, nếu FMC có thể nâng mức tự chủ lên 50% vào năm 2025 như kế hoạch, tỷ suất lợi nhuận gộp của FMC trong 2022 sẽ tăng lên 10,7% -11,4% từ 10,2% trong năm 2021.



**Hình 23: Quá trình phát triển vùng nuôi theo kế hoạch của FMC (Đơn vị: ha)**


Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

### Các sản phẩm nông nghiệp mới có thể tạo dư địa tăng trưởng

Mảng hàng nông sản phối chế được FMC đưa vào hoạt động từ khá sớm (2013). Công ty đã có kế hoạch phát triển mảng này với việc thành lập Khang An Food (KAF) chuyên sản xuất và kinh doanh nông sản.

Mảng nông sản phối chế hiện chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu doanh thu (chỉ 2-3%). Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng mảng này sẽ còn nhiều dư địa để tăng trưởng trong tương lai do 1) biên LN gộp của mảng này cao hơn mảng chế biến tôm, và 2) FMC xây dựng nhà máy Tam An với công suất 5000 tấn/năm, nâng tổng công suất sản xuất của phân khúc này lên 25 tấn/ngày từ 10 tấn/ngày từ Q1/22, theo ước tính của chúng tôi.

KAF sẽ xuất khẩu lô hàng nông sản mới đầu tiên sang Mỹ vào quý 2/2022. Ban lãnh đạo cho biết những sản phẩm có giá trị gia tăng cao hơn này là những sản phẩm hoàn toàn mới, lần đầu tiên có mặt trên thị trường.

### Tỷ suất lợi nhuận gộp dự kiến sẽ được nâng cao sau khi tăng tỷ lệ tự chủ tôm nguyên liệu và sự hỗ trợ của C.P. Vietnam

Chúng tôi kỳ vọng rằng COGS/tấn sản phẩm tôm sẽ chỉ tăng 0,5% trong năm 2022 trong bối cảnh giá thức ăn thủy sản tiếp tục tăng sau đà tăng của giá nguyên liệu và nhiên liệu trước khi ghi nhận mức giảm 2,1% svck trong 2023. Tỷ suất lợi nhuận gộp của FMC trong năm 2022/23 sẽ được tăng thêm 0,5 điểm %/0,6 điểm % svck. Chúng tôi ước tính rằng biên LN gộp tăng lên 10,7% trong năm 2022, trước khi đạt 11,3% trong năm 2023, do:

- Giá bán sản phẩm tôm sẽ tăng 5,5% svck trong năm 2022 do nhu cầu mạnh mẽ từ thị trường xuất khẩu mục tiêu và giá cước vận tải cao. Đến năm 2023, chúng tôi dự báo giá bán bình quân tôm sẽ giảm 2,1% svck.
- Chúng tôi kỳ vọng FMC sẽ nâng tỷ lệ tự chủ lên khoảng hơn 30% trong năm 2022-23 và 50% vào năm 2025 với kế hoạch mở rộng vùng nuôi như đã đề cập ở trên.
- FMC sẽ ưu tiên sử dụng sản phẩm thức ăn và tôm giống của C.P. Vietnam, có thể sẽ được chiết khấu 20-30% so với các khách hàng khác.

## **Rủi ro**

### *Ngành kinh doanh nhiều biến động*

Ngành thủy sản nói chung và xuất khẩu tôm nói riêng có tính chu kỳ tương đối lớn, phụ thuộc phần lớn vào cung cầu thị trường. Cụ thể, giá vốn hàng bán của FMC bị ảnh hưởng đáng kể bởi biến động giá tôm nguyên liệu vì FMC hiện chỉ tự cung cấp được 20-30% tôm nguyên liệu, trong khi phần còn lại được mua từ nông dân. Sự biến động của giá tôm nguyên liệu sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến giá vốn hàng bán và cũng ảnh hưởng gián tiếp đến giá xuất khẩu sản phẩm tôm của FMC. Bên cạnh đó, nhu cầu và giá cả sản phẩm tôm cũng chịu sự cạnh tranh gay gắt từ các nước khác như Ấn Độ, Ecuador và Indonesia.

### *Những thay đổi bất lợi về chính và thuế quan ở các nước nhập khẩu*

Xuất khẩu tôm của Việt Nam bị ảnh hưởng bởi thuế chống bán phá giá tại thị trường Mỹ như chúng tôi đã đề cập trong các phần trước. Mặc dù FMC đang chịu mức thuế 0% ở đó, nhưng vẫn có khả năng FMC bị áp thuế chống bán phá giá cao hơn 0%.

### *Biến động tỷ giá tiền tệ của các nước nhập khẩu*

Do hơn 95% doanh thu của FMC đến từ hoạt động xuất khẩu, nên kết quả kinh doanh của FMC phụ thuộc đáng kể vào diễn biến tỷ giá hối đoái của USD, JPY và EUR.

### *Thời tiết/khí hậu thay đổi & bệnh dịch*

Vùng nuôi của FMC chủ yếu nằm ở Đồng bằng sông Cửu Long, nơi có thể bị ảnh hưởng nghiêm trọng bởi biến đổi khí hậu. Những năm gần đây, tình trạng nhiễm mặn ở các tỉnh Đồng bằng sông Cửu Long diễn ra ngày càng thường xuyên, ảnh hưởng nghiêm trọng đến hiệu quả nuôi trồng và nuôi trồng thủy sản.

Môi trường không thuận lợi khiến tình hình dịch bệnh ngày càng nghiêm trọng, sức đề kháng trên tôm suy giảm, vi khuẩn dễ xâm nhập và tấn công. Bệnh đốm trắng, hoại tử gan tụy cấp tính hàng năm gây thiệt hại lớn cho người nuôi tôm.

### *Chi phí vận chuyển*

Chi phí vận chuyển tiếp tục ở mức cao khi giá dầu Brent diễn biến khó lường. Nếu tình trạng này tiếp diễn sẽ gây áp lực không nhỏ đến KQKD của các doanh nghiệp thủy sản xuất khẩu, trong đó có FMC.

## **Dự phóng năm 2022-23**

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu và LN ròng 2022/23 của FMC lần lượt tăng trưởng 17,45%/15,5% svck và 18,8%/23,3% svck như sau:

- Trong năm 2022/23, doanh thu của mảng tôm và mảng nông sản sẽ tăng 16,2%/14,7% svck và 56,3%/34,3% svck.
- Ở mảng tôm, giá bán bình quân sản phẩm tôm sẽ tăng 5,5% svck trong năm 2022 do nhu cầu mạnh mẽ từ thị trường xuất khẩu mục tiêu và giá cước vận chuyển cao. Trong 2023, chúng tôi kỳ vọng giá bán bình quân sẽ giảm 2,1% svck khi nhu cầu tại các thị trường xuất khẩu sẽ không còn đà tăng mạnh như năm 2022 do nhu cầu đã được bình ổn và nguồn cung trên thế giới cũng sẽ dồi dào.
- Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp sẽ tăng trong năm 2022/23 lên 10,7%/11,3% để phản ánh 1) tỷ lệ tự chủ tôm nguyên liệu cao hơn và 2) chi phí tôm giống và chi phí thức ăn giảm.
- Chúng tôi kỳ vọng chi phí bán hàng & quản lý trong năm 2022 sẽ tăng 25% svck và chiếm 5,3% doanh thu do chi phí vận chuyển sẽ bị ảnh hưởng khi giá dầu Brent có thể ở mức cao trong năm 2022 do căng thẳng giữa Nga-Ukraine. Trong năm 2023, chúng tôi dự báo chi phí bán hàng & quản lý chỉ tăng 10% svck để phản ánh chi phí vận chuyển giảm.

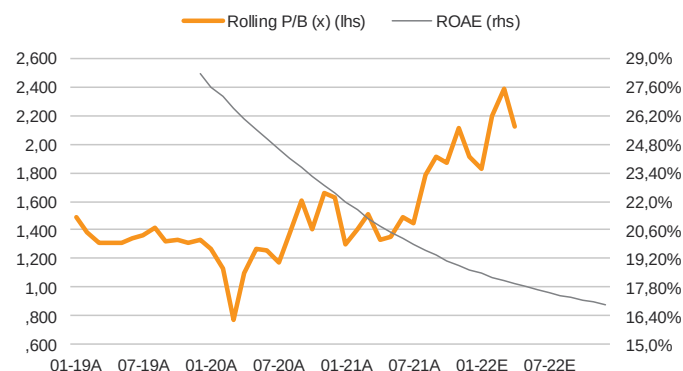
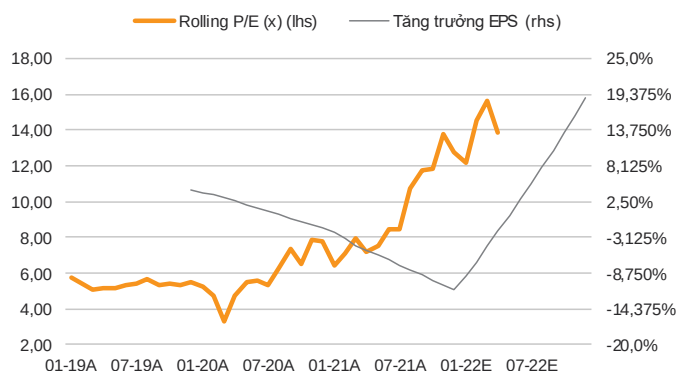
- Chúng tôi dự báo LN ròng tăng 18,7%/23,3% svck trong năm 2022/23 khi giá vốn hàng bán/tấn thay đổi 0,5%/- 2,1% svck trong năm 2022/23 nhờ mở rộng diện tích nuôi và sự hỗ trợ từ cổ đông chiến lược.

**Hình 24: Dự phóng KQKD 2022-23**

| Đơn vị: tỷ đồng                | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  |
|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Doanh thu                      | 5199  | 6104  | 7048  | 8094  | 9075  |
| %svck                          |       | 17,4% | 15,5% | 14,8% | 12,1% |
| Sản phẩm tôm                   | 5048  | 5868  | 6731  | 7695  | 8581  |
| Sản phẩm nông sản              | 151   | 236   | 317   | 399   | 494   |
| LN gộp                         | 529   | 653   | 793   | 927   | 1024  |
| Biên LN gộp                    | 10,2% | 10,7% | 11,3% | 11,5% | 11,3% |
| Chi phí quản lý và bán hàng    | 264,5 | 324,2 | 367,2 | 421,7 | 436,5 |
| Chi phí quản lý và bán hàng/DT | 5,1%  | 5,3%  | 5,2%  | 5,2%  | 4,8%  |
| LNTT                           | 289   | 349   | 434   | 514   | 589   |
| Thuế                           | -1,9  | -8    | -14,3 | -11,8 | -13,5 |
| LNST                           | 287   | 341   | 420   | 503   | 576   |
| LN ròng                        | 267   | 317   | 391   | 467   | 535   |
| %svck                          |       | 18,7% | 23,3% | 19,4% | 14,6% |
| EPS                            | 4.053 | 4.695 | 5.781 | 6.928 | 7.922 |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Định giá



### Báo cáo KQ HKKD

| (tỷ VND)                              | 12-21A     | 12-22E     | 12-23E     |
|---------------------------------------|------------|------------|------------|
| Doanh thu thuần                       | 5.199      | 6.104      | 7.048      |
| Giá vốn hàng bán                      | (4.670)    | (5.451)    | (6.255)    |
| Chi phí quản lý DN                    | (67)       | (79)       | (92)       |
| Chi phí bán hàng                      | (197)      | (245)      | (276)      |
| <b>LN hoạt động thuần</b>             | <b>265</b> | <b>329</b> | <b>426</b> |
| EBITDA thuần                          | 182        | 235        | 314        |
| <b>Chi phí khấu hao</b>               | <b>83</b>  | <b>94</b>  | <b>112</b> |
| <b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b> | <b>265</b> | <b>329</b> | <b>426</b> |
| Thu nhập lãi                          | 54         | 44         | 37         |
| Chi phí tài chính                     | (33)       | (26)       | (31)       |
| Thu nhập ròng khác                    | 3          | 2          | 2          |
| TN từ các Cty LK & LD                 | 0          | 0          | 0          |
| <b>LN trước thuế</b>                  | <b>289</b> | <b>349</b> | <b>434</b> |
| Thuế                                  | (2)        | (8)        | (14)       |
| Lợi ích cổ đông thiểu số              | (20)       | (24)       | (29)       |
| <b>LN ròng</b>                        | <b>267</b> | <b>317</b> | <b>391</b> |
| Thu nhập trên vốn                     | 267        | 317        | 391        |
| Cổ tức phổ thông                      | (98)       | (131)      | (131)      |
| <b>LN giữ lại</b>                     | <b>169</b> | <b>186</b> | <b>260</b> |

### Bảng cân đối kế toán

| (tỷ VND)                         | 12-21A       | 12-22E       | 12-23E       |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Tiền và tương đương tiền         | 770          | 730          | 586          |
| Đầu tư ngắn hạn                  | 25           | 18           | 21           |
| Các khoản phải thu ngắn hạn      | 368          | 451          | 521          |
| Hàng tồn kho                     | 941          | 1.009        | 1.158        |
| Các tài sản ngắn hạn khác        | 38           | 327          | 652          |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>     | <b>2.141</b> | <b>2.535</b> | <b>2.939</b> |
| Tài sản cố định                  | 451          | 344          | 307          |
| Tổng đầu tư                      | 0            | 0            | 0            |
| Tài sản dài hạn khác             | 94           | 116          | 134          |
| <b>Tổng tài sản</b>              | <b>2.687</b> | <b>2.995</b> | <b>3.380</b> |
| Vay & nợ ngắn hạn                | 415          | 488          | 564          |
| Phải trả người bán               | 92           | 85           | 97           |
| Nợ ngắn hạn khác                 | 197          | 257          | 297          |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>          | <b>704</b>   | <b>830</b>   | <b>957</b>   |
| Vay & nợ dài hạn                 | 0            | 0            | 0            |
| Các khoản phải trả khác          | 6            | 10           | 10           |
| Vốn điều lệ và                   | 654          | 654          | 654          |
| LN giữ lại                       | 534          | 713          | 971          |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>            | <b>1.782</b> | <b>1.961</b> | <b>2.218</b> |
| Lợi ích cổ đông thiểu số         | 195          | 195          | 195          |
| <b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b> | <b>2.687</b> | <b>2.995</b> | <b>3.380</b> |

### Báo cáo LCTT

| (tỷ VND)                        | 12-21A       | 12-22E       | 12-23E       |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>LN trước thuế</b>            | <b>289</b>   | <b>349</b>   | <b>434</b>   |
| Khấu hao                        | 83           | 94           | 112          |
| Thuế đã nộp                     | (14)         | (8)          | (14)         |
| Các khoản điều chỉnh khác       | (39)         | (31)         | (30)         |
| <b>Thay đổi VLD</b>             | <b>(307)</b> | <b>(372)</b> | <b>(490)</b> |
| <b>LC tiền thuần HKKD</b>       | <b>12</b>    | <b>31</b>    | <b>13</b>    |
| Đầu tư TSCĐ                     | (286)        | (170)        | (176)        |
| Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ      | 1            | 1            | 1            |
| Các khoản khác                  | 14           | 6            | 7            |
| Thay đổi tài sản dài hạn khác   | 10           | 35           | 34           |
| <b>LC tiền từ HĐĐT</b>          | <b>(261)</b> | <b>(129)</b> | <b>(135)</b> |
| Thu từ PH CP, nhận góp VCSH     | 683          | 0            | 0            |
| Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ     | 0            | 0            | 0            |
| Tiền vay ròng nhận được         | 166          | 189          | 109          |
| Dòng tiền từ HĐTC khác          | 0            | 0            | 0            |
| Cổ tức, LN đã trả cho CSH       | (98)         | (131)        | (131)        |
| <b>LC tiền thuần HĐTC</b>       | <b>750</b>   | <b>58</b>    | <b>(22)</b>  |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì  | 268          | 770          | 730          |
| <b>LC tiền thuần trong năm</b>  | <b>501</b>   | <b>(40)</b>  | <b>(144)</b> |
| Tiền & tương đương tiền cuối kì | 770          | 730          | 586          |

### Các chỉ số cơ bản

|                                 | 12-21A  | 12-22E | 12-23E |
|---------------------------------|---------|--------|--------|
| <b>Dupont</b>                   |         |        |        |
| Biên LN ròng                    | 5,1%    | 5,2%   | 5,5%   |
| Vòng quay TS                    | 2,37    | 2,15   | 2,21   |
| ROAA                            | 12,1%   | 11,2%  | 12,3%  |
| Đòn bẩy tài chính               | 1,53    | 1,52   | 1,53   |
| ROAE                            | 18,6%   | 16,9%  | 18,7%  |
| <b>Hiệu quả</b>                 |         |        |        |
| Số ngày phải thu                | 19,9    | 23,0   | 23,0   |
| Số ngày nắm giữ HTK             | 73,5    | 67,6   | 67,6   |
| Số ngày phải trả tiền bán       | 7,2     | 5,7    | 5,7    |
| Vòng quay TSCĐ                  | 13,57   | 15,35  | 21,64  |
| ROIC                            | 11,2%   | 12,0%  | 13,1%  |
| <b>Thanh khoản</b>              |         |        |        |
| Khả năng thanh toán ngắn hạn    | 3,0     | 3,1    | 3,1    |
| Khả năng thanh toán nhanh       | 1,7     | 1,8    | 1,9    |
| Khả năng thanh toán tiền mặt    | 1,1     | 0,9    | 0,6    |
| Vòng quay tiền                  | 86,2    | 84,9   | 84,9   |
| <b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b> |         |        |        |
| Tăng trưởng DT thuần            | 17,8%   | 17,4%  | 15,5%  |
| Tăng trưởng LN từ HKKD          | 17,4%   | 24,3%  | 29,3%  |
| Tăng trưởng LN ròng             | 18,1%   | 18,8%  | 23,3%  |
| Tăng trưởng EPS                 | (11,5%) | 18,8%  | 23,3%  |

Nguồn: VND RESEARCH

## **HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT**

### **Khuyến nghị cổ phiếu**

|                     |                                                                 |
|---------------------|-----------------------------------------------------------------|
| <b>KHẢ QUAN</b>     | Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên                   |
| <b>TRUNG LẬP</b>    | Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% |
| <b>KÉM KHẢ QUAN</b> | Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%                    |

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### **Khuyến nghị ngành**

|                   |                                                                                                  |
|-------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>TÍCH CỰC</b>   | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền   |
| <b>TRUNG TÍNH</b> | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền |
| <b>TIÊU CỰC</b>   | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền   |

## **KHUYẾN CÁO**

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

---

### **Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích**

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

### **Nguyễn Thị Thanh Hằng – Chuyên viên Phân tích**

Email: [hang.nguyenthanh3@vndirect.com.vn](mailto:hang.nguyenthanh3@vndirect.com.vn)

### **Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT**

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>