

## Triển vọng dài hạn nhờ nâng cao năng suất chế biến và mở rộng vùng nuôi

### MUA [+22%]

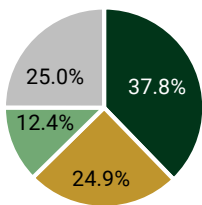
Giá hợp lý

Giá hiện tại

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CP đang lưu hành (triệu)	65.4
Free float (triệu)	13
Vốn hóa (tỷ VND)	2680.94
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	42,761
Sở hữu nước ngoài (%)	31.27%
Ngày niêm yết đầu tiên	12/07/2006

### CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



- Công ty Cổ phần Tập đoàn PAN
- Công ty Cổ phần Chăn Nuôi C.P. Việt Nam
- Công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu Thủy sản Bến Tre
- Khác

Ngày cập nhật:  
18/05/2023

50,300 VND

41,400 VND

### Kết quả kinh doanh Q1/2023:

Tính đến quý 1/2023, doanh thu thuần của FMC giảm 24% YoY còn 1,008 tỷ đồng; chủ yếu do sản lượng tiêu thụ tôm giảm 30% YoY còn 3.4 nghìn tấn. Tuy nhiên, chi phí bán hàng vào quý 1/2023 giảm mạnh 65.8% YoY đã góp phần làm cho LNST quý 1/2023 ghi nhận sự tăng trưởng nhẹ, đạt 48 tỷ đồng (+15.1% YoY).

### Điểm nhấn đầu tư:

**Đẩy mạnh năng suất chế biến tạo động lực tăng trưởng dài hạn:** Năm 2022, FMC đã mở rộng thêm hai nhà máy chế biến là nhà máy Tam An và nhà máy Sao Ta với công suất lần lượt là 5,000 tấn/năm và 15,000 tấn/năm. Sau khi các nhà máy mới hoạt động hết công suất, công suất của các nhà máy FMC sẽ tăng từ khoảng 25,000 tấn/năm lên 45,000 tấn/năm. Vào thời điểm hoạt động tối đa công suất vào năm 2027F, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tôm và nông sản sẽ tăng khoảng 40% so với năm 2022.

**Mở rộng vùng nuôi giúp nâng cao năng lực tự chủ nguyên liệu:** Vào tháng 7/2022, FMC đã mở rộng thêm 200ha diện tích nuôi mới, góp phần nâng tổng diện tích vùng nuôi lên 520ha. Việc mở rộng vùng nuôi sẽ giúp công ty duy trì tỷ lệ tự chủ nguyên liệu lên mức 30% và góp phần ổn định biên lợi nhuận gộp. Hiện tại, FMC đang trong quá trình làm ao khu nuôi mới và dự kiến đến cuối tháng 5 sẽ bắt đầu thả nuôi tại đây.

**Sản phẩm tôm tinh chế là thế mạnh của FMC:** FMC tập trung và phát huy thế mạnh về các sản phẩm tôm chế biến như tôm bao bột, tôm duỗi, tôm chiên, hiện đang chiếm tỷ trọng 60% tổng sản phẩm và có biên lợi nhuận gần gấp đôi so với các sản phẩm tôm tươi, tôm đông lạnh. Ngoài ra, FMC có tệp khách hàng lâu năm tại thị trường Nhật Bản ưa chuộng các sản phẩm tôm tinh chế phù hợp thế mạnh của công ty.

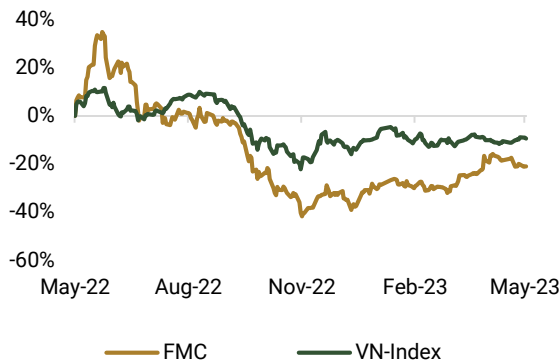
**Hưởng lợi từ hiệp định EVFTA và CPTPP:** Mức thuế ưu đãi từ EVFTA và CPTPP sẽ mang đến nhiều lợi thế cho FMC với thế mạnh là sản phẩm tôm chế biến nhằm mở rộng xuất khẩu sang EU và Nhật Bản. Theo đó, thị trường Nhật Bản và EU là hai thị trường xuất khẩu chính của FMC với tỷ trọng luôn chiếm khoảng 50% - 60% trong cơ cấu doanh thu xuất khẩu.

### Định giá & khuyến nghị:

Do áp lực từ nhu cầu suy yếu tại các thị trường tiêu thụ và cạnh tranh gay gắt từ Ecuador và Ấn Độ, chúng tôi dự phóng thận trọng doanh thu thuần của FMC năm 2023F đạt 5,305 tỷ đồng (-7% YoY), LNST giảm nhẹ -2.1% YoY đạt 314 tỷ đồng. Dù vậy, chúng tôi vẫn tin tưởng vào tiềm năng tăng trưởng dài hạn của FMC, bằng phương pháp định giá Discounted Cash Flow (DCF) và EV/EBITDA, chúng tôi ước tính mức giá hợp lý dành cho cổ phiếu FMC là 50,300 đồng/cổ phiếu. Do đó đưa ra khuyến nghị **Mua** cho FMC với mức tăng giá tiềm năng là 22% so với giá hiện tại.

**Rủi ro:** (1) Rủi ro cạnh tranh; (2) Rủi ro nguồn nguyên liệu đầu vào; (3) Rủi ro tỷ giá hối đoái; (4) Rủi ro tập trung doanh thu; (5) Rủi ro dịch bệnh; (6) Rủi ro lạm phát.

### BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU SO VỚI INDEX



### LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ

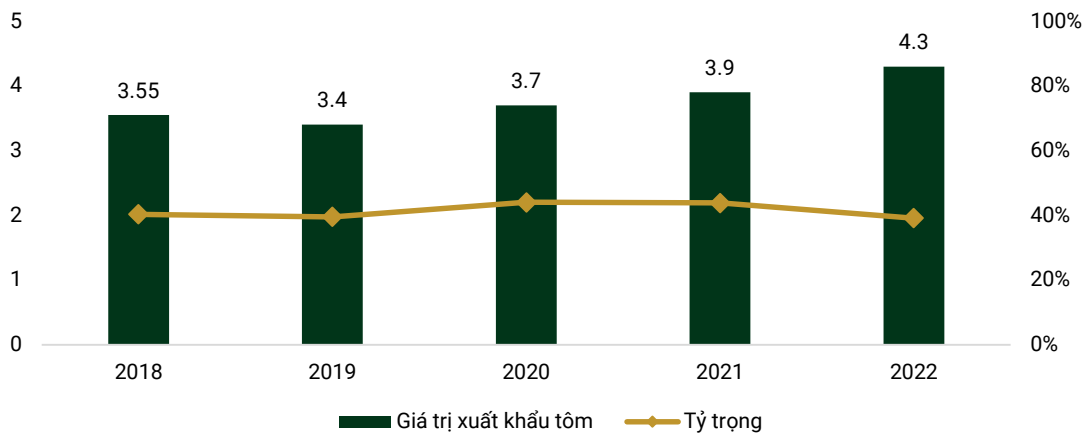


Chỉ số tài chính	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	3,807	3,710	4,415	5,199	5,702	5,305
LNST (tỷ VND)	180	230	226	289	321	314
EPS (VND)	3,888	5,468	4,607	5,025	4,605	4,804
Tăng trưởng EPS (%)	38%	41%	-16%	9%	-8%	4%
Giá trị sổ sách (VND)	17,138	19,141	22,044	30,228	32,361	35,165
P/E	6.4	7.0	5.7	10.0	10.9	10.5
P/B	1.5	2.0	1.2	1.7	1.6	1.4
Cổ tức (VND)	20%	25%	25%	20%	20%	N/A

## Tổng quan thị trường thủy sản Việt Nam

Trong những năm gần đây, tôm luôn là mặt hàng thủy sản chủ lực trong cơ cấu xuất khẩu thủy sản của Việt Nam. Theo VASEP, năm 2022 giá trị xuất khẩu tôm của Việt Nam đạt 4.3 tỷ USD, đóng góp khoảng 39% tổng giá trị xuất khẩu thủy sản. Sản lượng tôm nuôi các loại đạt 1,080 nghìn tấn, trong đó sản lượng tôm sú đạt 271 nghìn tấn, tôm chân trắng 743 nghìn tấn. Việt Nam là quốc gia xuất khẩu tôm đứng thứ 3 thế giới, sau Ecuador với giá trị xuất khẩu tôm đạt 6.7 tỷ USD và Ấn Độ với 5.5 tỷ USD.

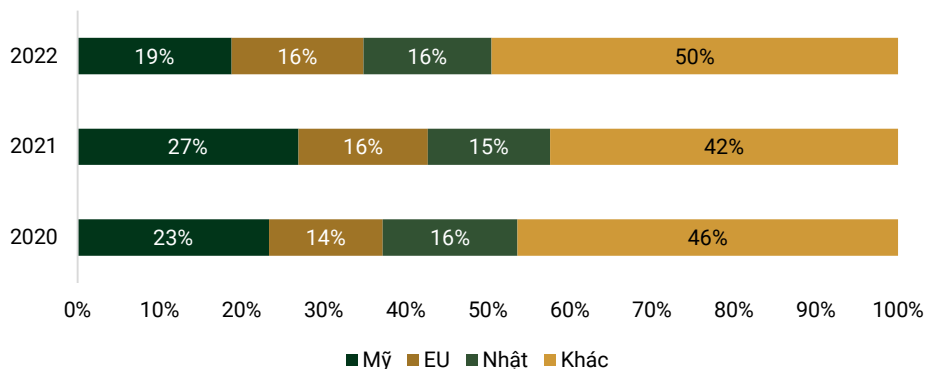
**Giá trị xuất khẩu tôm và tỷ trọng đóng góp trong xuất khẩu thủy sản Việt Nam giai đoạn 2018 - 2022 (Tỷ USD)**



(Nguồn: VASEP, PHS tổng hợp)

Tính đến hết Q1/2023, xuất khẩu tôm Việt Nam giảm mạnh so với cùng kỳ năm trước, đạt 577 triệu USD (-40% YoY). Giá trị xuất khẩu tôm sang các thị trường tiêu thụ chính đều giảm 2 con số. Trong đó, xuất khẩu tôm sang thị trường Mỹ và EU giảm mạnh nhất, lần lượt đạt 104 triệu USD (-46% YoY) và 89 triệu USD (-44% YoY). Theo VASEP, nhập khẩu tôm của Mỹ được dự báo vẫn chưa thể phục hồi trong nửa đầu năm 2023 do thị trường thế giới vẫn chưa khởi sắc. Tại thị trường Mỹ, nhu cầu tôm vẫn sẽ tập trung vào tôm cỡ nhỏ, lợi thế nghiêng về Ecuador nhờ nguồn cung dồi dào và vị trí địa lý thuận lợi.

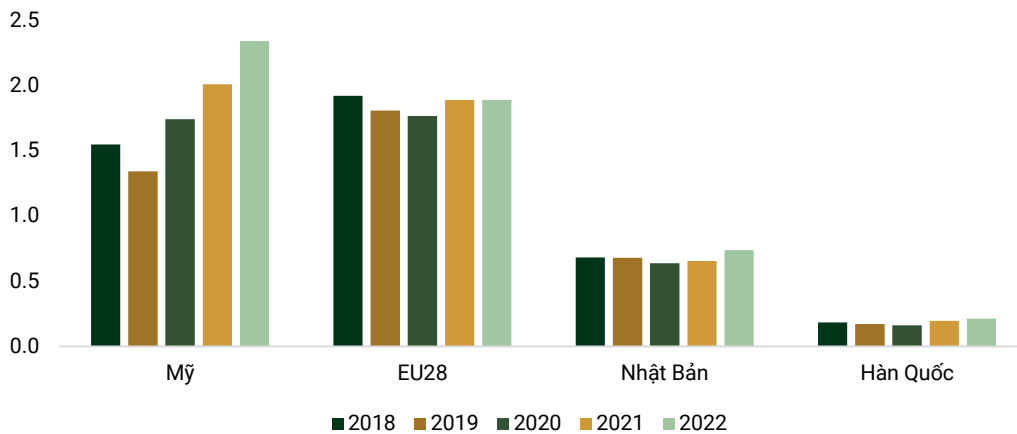
**Cơ cấu thị trường nhập khẩu tôm Việt Nam giai đoạn 2020 - 2022**



(Nguồn: VASEP, PHS tổng hợp)

Thị trường Nhật Bản có giá trị nhập khẩu tôm Việt Nam thấp hơn so với cùng kỳ năm ngoái, tuy nhiên mức độ sụt giảm ít hơn so với Mỹ và EU. Trong Q1/2023, Nhật Bản đã vượt Mỹ trở thành thị trường nhập khẩu tôm Việt Nam lớn nhất với giá trị nhập khẩu tôm đạt 105 triệu USD, chiếm tỷ trọng 17.6%. Xuất khẩu tôm sang thị trường này giảm được bù đắp bằng doanh thu từ các sản phẩm tôm chế biến sâu. Theo VASEP, trong 3 nhóm sản phẩm tôm chính xuất khẩu sang Nhật Bản, giá trị xuất khẩu tôm sú chế biến tăng mạnh nhất đạt 25% YoY. Theo đó, năm 2023, xuất khẩu tôm sang thị trường Nhật Bản được kì vọng sẽ ghi nhận sự tích cực hơn nhờ các yếu tố hỗ trợ: (1) chi phí cước tàu vận chuyển hàng hóa tới Nhật Bản không cao như tới Mỹ, EU; (2) sản phẩm tôm chế biến Việt Nam có ưu thế hơn so với thị trường khác; (3) được hỗ trợ bởi các hiệp định thương mại: VJEPA, RCEP, AJCEP, CPTPP; (4) tỷ suất lợi nhuận ở Nhật Bản tốt hơn do có tỷ lệ hàng tinh chế, phối chế cao.

**Giá trị nhập khẩu tôm chế biến tại các quốc gia (Tỷ USD)**



(Nguồn: Trademap, PHS tổng hợp)

Ngành tôm Việt Nam đang phải đối diện với nhiều thách thức lớn khiến lợi thế cạnh tranh giảm so với Ecuador và Ấn Độ. Nhiều năm nay, giá thành tôm nuôi Việt Nam luôn cao hơn Ấn Độ, Ecuador và đang ngày càng có xu hướng cao hơn. Theo đó, chi phí sản xuất tôm cỡ 50 con/kg của Việt Nam là 3.5 – 4.2 USD/kg, của Ecuador là 2.2 – 2.4 USD/kg và của Ấn Độ là 2.7 – 3 USD/kg. Giá thành nuôi tôm cao do thức ăn nuôi tôm chiếm trên 65% giá thành tôm công nghiệp, phần lớn tôm giống bố mẹ phải nhập khẩu nên giá con giống cao. Ngoài ra, tỷ lệ nuôi tôm thành công ở Ecuador đạt mức 80% - 87% trong khi năng suất ở Việt Nam chỉ bằng một nửa so với nước đối thủ, chỉ khoảng 40%. Thêm vào đó, diện tích nuôi tôm đạt chuẩn ASC ở Việt Nam còn rất thấp, chỉ đạt mức 1% diện tích nuôi. Trong khi đó, Ecuador có 220,000ha nuôi tôm nhưng có đến 40,000ha đạt chuẩn ASC, tương đương 40% diện tích nuôi. Chính các vấn đề này đã khiến ngành tôm Việt Nam gặp nhiều khó khăn, gây ảnh hưởng đến vị thế cạnh tranh của Việt Nam.

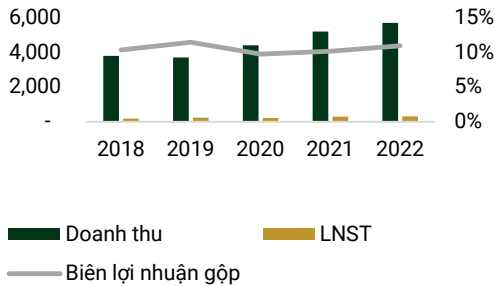
## Kết quả kinh doanh Q1/2023

Với sự biến động thất thường của ngành tôm sau hệ quả của dịch Covid-19, FMC vẫn duy trì mức tăng trưởng doanh thu ổn định với CAGR đạt 8.4% trong giai đoạn 2018 – 2022 nhờ chiến lược chuyển hướng thị trường và phân khúc sản phẩm hợp lý. Kết thúc năm 2022, doanh thu thuần của FMC tăng 9.7% YoY đạt 5,702 tỷ đồng, hoàn thành 108% kế hoạch doanh thu năm 2022. Trong khi đó, LNST năm 2022 cũng tăng nhẹ 10.9% YoY đạt 321 tỷ đồng. Tính đến quý 1/2023, doanh thu thuần của FMC giảm 24% YoY còn 1,008 tỷ đồng; chủ yếu do sản lượng tiêu thụ tôm giảm 30% YoY còn 3.4 triệu tấn. Tuy nhiên, chi phí bán hàng vào quý 1/2023 giảm mạnh 65.8% YoY đã góp phần làm cho LNST quý 1/2023 ghi nhận sự tăng trưởng nhẹ, đạt 48 tỷ đồng (+15.1% YoY).

Hiện nay, thị trường tiêu thụ chính của FMC là Nhật Bản, Mỹ và Tây Âu. Cơ cấu doanh thu xuất khẩu của FMC trong những năm gần đây đang có xu hướng tăng tỷ trọng xuất khẩu sang thị trường Nhật Bản và giảm tỷ trọng tại thị trường Mỹ. Theo đó, tỷ trọng tại thị trường Nhật Bản tăng lên đáng kể, từ mức 28.1% vào năm 2020 lên 34% vào năm 2022. Nguyên nhân là do các khách hàng tại thị trường này đòi hỏi sản phẩm chế biến cầu kỳ, phù hợp với thể mạnh của công ty. Ngoài ra, tỷ suất lợi nhuận tại thị trường Nhật cũng tốt hơn so với các thị trường khác.

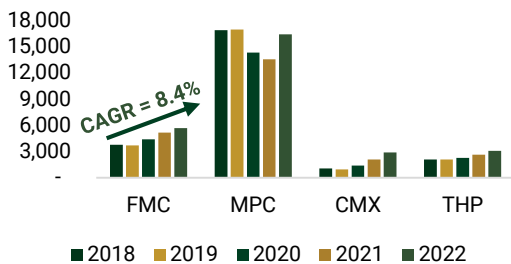
Doanh thu từ mảng tôm xuất khẩu là động lực tăng trưởng chính của FMC với các sản phẩm chính là tôm tươi (chiếm hơn 37% tổng doanh thu), tôm Nobashi (chiếm hơn 27%), tôm tẩm bột và tôm hấp. Cụ thể, tỷ trọng mảng thủy sản của FMC luôn dao động khoảng 96% trong giai đoạn 2018 – 2022. Trong năm 2022, doanh thu mảng tôm đạt 5,489 tỷ đồng (+8.7% YoY), chiếm tỷ trọng 96.3% doanh thu thuần. Doanh thu xuất khẩu tôm Q1/2023 giảm 26.2% YoY đạt 954 tỷ đồng với sản lượng xuất khẩu tôm đạt 3,375 tấn (-29.8% YoY). Nút thắt hiện nay của ngành là giá thành nuôi tôm cao do tỷ lệ nuôi tôm thành công thấp, cùng với tỷ lệ tự chủ tôm nguyên liệu của các doanh nghiệp xuất khẩu tôm vẫn ở mức rất thấp, do đó, biên lợi nhuận gộp của ngành tôm bị ảnh hưởng trực tiếp bởi biến động của giá tôm nguyên liệu. Nhờ chiến lược tăng tỷ lệ tự chủ nguyên liệu và tập trung cung ứng sản phẩm chế biến sâu có biên lợi nhuận gộp cao hơn, biên lợi nhuận gộp mảng tôm năm 2022 của FMC được giữ ở mức ổn định, đạt mức 10% từ mức 9.6% vào năm 2021. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp Q1/2023 đạt mức 8% so với 8.8% vào Q1/2022 do giá bán bình quân giảm so với cùng kỳ.

Tình hình kinh doanh của FMC (tỷ VND)



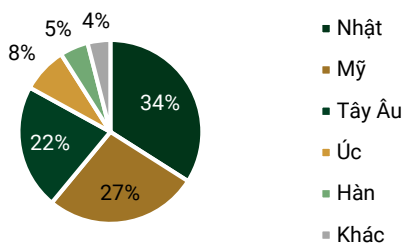
(Nguồn: FMC, PHS tổng hợp)

Doanh thu các doanh nghiệp tôm qua các năm (tỷ VND)



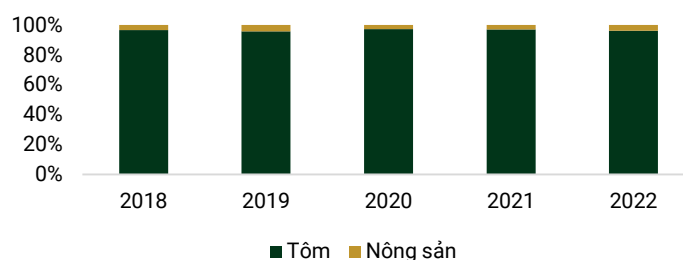
(Nguồn: PHS tổng hợp)

Thị trường xuất khẩu của FMC năm 2022



(Nguồn: FMC, PHS tổng hợp)

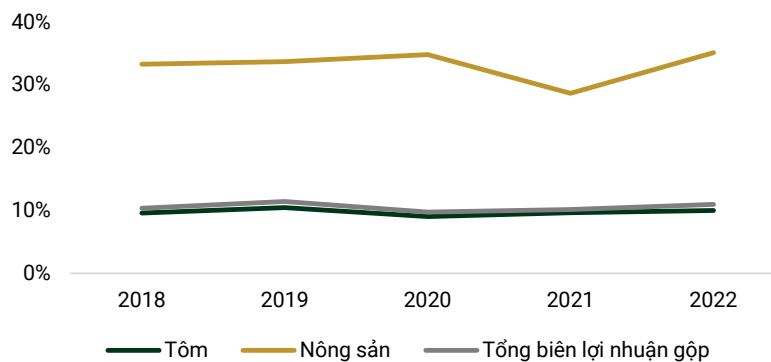
Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm của FMC



(Nguồn: FMC, PHS tổng hợp)

Trong năm 2022, doanh thu từ rau củ đạt 213.6 tỷ đồng (+41.5% YoY), chiếm 3.7% tổng doanh thu. Mặc dù chiếm tỷ trọng khiêm tốn trong cơ cấu doanh thu, nhưng mảng nông sản có biên lợi nhuận ấn tượng ở mức 35% trong năm 2022. Doanh thu nông sản vào Q1/2023 cũng tăng mạnh mẽ +58.3% YoY với sản lượng đạt 412 tấn (+8.1% YoY). Theo đó, biên lợi nhuận gộp mảng nông sản vào Q1/2023 đạt 16.7%, tăng từ mức 11.6% trong Q1/2022. Việc đưa nhà máy Tam An vào hoạt động làm tăng năng suất cho mảng nông sản sẽ giúp cải thiện biên lợi nhuận trong tương lai.

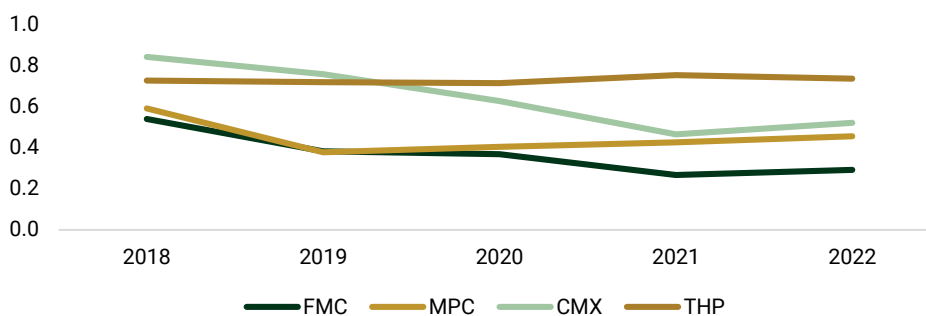
### Biên lợi nhuận gộp theo sản phẩm



(Nguồn: FMC, PHS tổng hợp)

Trong cơ cấu nợ, khoản nợ ngắn hạn của FMC chủ yếu bao gồm nợ phải trả và nợ vay ngắn hạn nhằm mục đích tài trợ nhu cầu vốn lưu động. Công ty cũng không sử dụng nợ vay dài hạn. Theo đó, tỷ lệ Nợ/Tổng tài sản của FMC được cải thiện dần qua các năm, đạt mức 0.29x vào năm 2022 và 0.25x vào Q1/2023, thấp hơn mức trung bình các doanh nghiệp xuất khẩu tôm Việt Nam cho thấy mức độ rủi ro từ việc sử dụng đòn bẩy tài chính của FMC là tương đối thấp.

### Tỷ lệ Nợ/Tổng tài sản của các doanh nghiệp xuất khẩu tôm qua các năm



Nhờ kết quả doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng ổn định, FMC có xu hướng duy trì chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt tương đối ổn định, khoảng 20% - 25% trong giai đoạn 2018 - 2022. Tại đại hội cổ đông thường niên năm 2023, FMC đã thông qua phương án chi trả cổ tức năm 2022 bằng tiền mặt với mức chi 2,000 đồng/cổ phiếu. Với chính sách chi trả cổ tức ổn định của FMC, đây là điểm khá hấp dẫn cho nhà đầu tư trung và dài hạn.

## Điểm nhấn đầu tư

### Đẩy mạnh năng suất chế biến tạo động lực tăng trưởng dài hạn

Hiện tại, FMC đang vận hành 6 nhà máy chế biến với tổng công suất đạt khoảng 25,000 tấn/năm. Năm 2022, FMC đã mở rộng thêm hai nhà máy chế biến là nhà máy Tam An và nhà máy Sao Ta.

Nhà máy thủy sản Tam An chuyên về các sản phẩm phối chế với công suất khoảng 5,000 tấn/năm đã đi vào hoạt động từ quý 1/2023. Nhờ sự gia tăng năng suất từ nhà máy này, sản lượng nông sản chế biến của FMC năm 2022 tăng trưởng mạnh +78% YoY đạt mức 1,981.4 tấn/năm. Chúng tôi kì vọng nhà máy này sẽ đạt tối đa công suất trong năm 2023.

Nhà máy thủy sản Sao Ta chuyên chế biến các sản phẩm tôm duỗi, tôm đông rời với tổng công suất đạt 15,000 tấn/năm đã đi vào hoạt động vào tháng 01/2023. Do đang trong giai đoạn vận hành thử nghiệm cùng với nhu cầu thị trường vẫn ở mức thấp, nhà máy chỉ đạt mức công suất 1 tấn/ngày. Chúng tôi kì vọng nhà máy Sao Ta sẽ tăng dần công suất 20%/40% vào năm 2023/2024 và đạt hết công suất từ năm 2027.

#### Các nhà máy chế biến của Sao Ta

Nhà máy	Công suất (tấn/năm)	Sản phẩm chế biến
Xí nghiệp thủy sản Sao Ta	4,350	Tôm block, tôm IQF, tôm duỗi
Nhà máy thực phẩm An San	2,900	Kakiage, rau củ trộn...
Nhà máy thủy sản Tin An	2,900	Tôm bao bột
Nhà máy thủy sản Nam An	14,500	Tôm block, tôm duỗi, tôm tẩm bột
Nhà máy thủy sản Sao Ta	15,000	Tôm duỗi, tôm đông rời
Nhà máy thủy sản Tam An	5,000	Tôm, nông sản

(Nguồn: FMC, PHS tổng hợp)

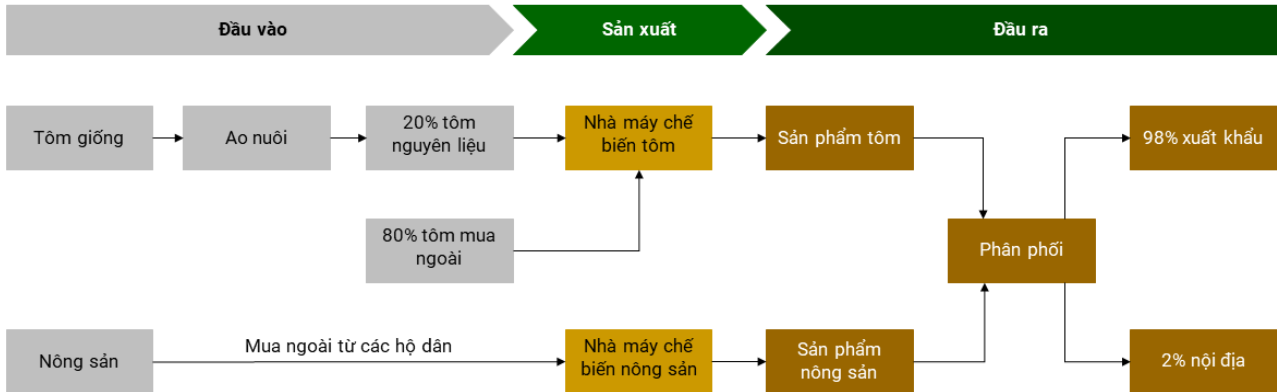
Sau khi các nhà máy mới hoạt động hết công suất, công suất của các nhà máy FMC sẽ tăng từ khoảng 25,000 tấn/năm lên 45,000 tấn/năm. Vào thời điểm hoạt động tối đa công suất vào năm 2027F, chúng tôi kì vọng sản lượng tôm và nông sản sẽ tăng khoảng 40% so với năm 2022.

### Mở rộng vùng nuôi giúp nâng cao năng lực tự chủ nguyên liệu

Nút thắt của ngành tôm Việt Nam hiện nay là tỷ lệ tự chủ nguyên liệu và tỷ lệ nuôi tôm thành công vẫn đang ở mức thấp, dẫn đến chi phí nguyên liệu chiếm tỷ trọng tương đối cao trong cơ cấu chi phí. Do đó, biên lợi nhuận gộp của ngành bị ảnh hưởng trực tiếp bởi biến động của giá tôm nguyên liệu. Tuy nhiên, giá thu mua tôm bên ngoài thường cao hơn giá nguyên liệu tự cung khoảng 15% - 25%. Vì thế, để cải thiện biên lợi nhuận gộp, các doanh nghiệp ngành tôm đang có kế hoạch gia tăng tỷ lệ tự chủ nguyên liệu và tỷ lệ nuôi tôm thành công.

So với MPC có tỷ lệ tự chủ khoảng 10% và Stapimex chỉ có một vùng nuôi rộng vốn vẹn 70ha, FMC là doanh nghiệp dẫn đầu với tỷ lệ tự cung đạt khoảng 20%. Vào tháng 7/2022, FMC đã mở rộng thêm 200ha diện tích nuôi mới thông qua việc tham gia vốn, điều hành trại tôm Vĩnh Thuận, góp phần nâng tổng diện tích vùng nuôi lên 520ha. Việc mở rộng vùng nuôi sẽ giúp công ty duy trì tỷ lệ tự chủ nguyên liệu lên mức 30% và góp phần ổn định biên lợi nhuận gộp. Hiện tại, FMC đang trong quá trình làm ao khu nuôi mới và dự kiến đến cuối tháng 5 sẽ bắt đầu thả nuôi tại đây.

### Chuỗi giá trị của FMC



(Nguồn: FMC, PHS tổng hợp)

Bên cạnh đó, trong bối cảnh chưa tự chủ được nguồn con giống, việc gia tăng tỷ lệ nuôi tôm thành công cũng quan trọng không kém trong việc kiểm soát giá thành nuôi tôm. Trong 3 năm gần đây, tỷ lệ nuôi tôm thành công tại FMC lên đến 85%. Ngoài ra, việc giảm chi phí từng yếu tố đầu vào nuôi tôm như chế phẩm nuôi tôm, thức ăn,... cũng góp phần giảm giá thành đối với hoạt động nuôi. Thức ăn chăn nuôi ở Việt Nam hiện đang ở mức khá cao do người nuôi tôm nhỏ lẻ phải mua thức ăn thông qua đại lý trung gian, tuy nhiên, FMC có lợi thế về việc mua thức ăn chăn nuôi trực tiếp, do đó cũng góp phần tiết giảm chi phí đầu vào.

#### Sản phẩm tôm tinh chế là thế mạnh của FMC

Trong bối cảnh tôm Việt Nam mất lợi thế cạnh tranh khi xuất khẩu vào thị trường Mỹ, EU so với tôm Ecuador và Ấn Độ do hai nước này có lợi thế về tôm cỡ nhỏ, giá rẻ, Việt Nam tiếp tục phát huy tối đa thế mạnh là tôm tinh chế tại phân khúc thị trường cao cấp. Hiện Việt Nam đang duy trì vị thế hàng đầu tại Nhật Bản, Hàn Quốc, Anh và Australia nhờ phân khúc sản phẩm này.

Với hơn 20 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực xuất khẩu tôm, FMC đã nắm rõ bối cảnh ngành tôm và đưa ra chiến lược chuyển hướng thị trường và phân khúc sản phẩm hợp lý. Theo đó, từ nhiều năm nay, FMC tập trung và phát huy thế mạnh về các sản phẩm tôm chế biến như tôm bao bột, tôm duỗi, tôm chiên, thay vì tôm đông lạnh chưa qua chế biến hoặc cạnh tranh về giá với các nước đối thủ khác. Theo FMC, các sản phẩm tôm giá trị gia tăng hiện đang chiếm tỷ trọng 60% tổng sản phẩm và có biên lợi nhuận gần gấp đôi so với các sản phẩm tôm tươi, tôm đông lạnh.

Ngoài ra, FMC có tệp khách hàng lâu năm tại thị trường Nhật Bản ưa chuộng các sản phẩm tôm tinh chế phù hợp thế mạnh của công ty. Theo đó, xuất khẩu sang thị trường Nhật Bản chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu doanh thu của FMC, đạt khoảng 34% trong năm 2022. Công ty dự kiến sẽ giảm thị phần tại Mỹ do cạnh tranh gay gắt từ Ecuador, Ấn Độ và tăng thị phần tại Nhật Bản với mật hàng chủ lực là sản phẩm tôm tinh chế nhờ giá bán tốt hơn và tỷ suất lợi nhuận cao hơn các thị trường khác. Do đó, sản phẩm tôm tinh chế sẽ là nền tảng cơ bản giúp FMC ổn định mức tiêu thụ trong các năm tới.

### Hưởng lợi từ hiệp định EVFTA và CPTPP

Từ năm 2020, xuất khẩu tôm sang thị trường EU ngày càng có nhiều triển vọng hơn nhờ Hiệp định thương mại tự do Việt Nam – EU (EVFTA) với nhiều cam kết ưu đãi thuế quan. Cụ thể, hầu hết các mặt hàng tôm nguyên liệu (tôm tươi, đông lạnh, ướp lạnh) có mức thuế 12% - 20% giảm về 0% ngay khi hiệp định EVFTA có hiệu lực. Đối với tôm chân trắng đông lạnh và tôm chế biến, thuế nhập khẩu sẽ về 0% lần lượt sau 5 năm và 7 năm, trong khi các đối thủ cạnh tranh như Ấn Độ, Thái Lan không có được lợi thế này.

#### Thuế nhập khẩu tôm vào EU giữa các nước xuất khẩu chính

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

(Nguồn: VASEP, PHS tổng hợp)

Tuy nhiên, xuất khẩu sang EU cũng gặp nhiều rào cản do hầu hết hệ thống phân phối sản phẩm tôm cao cấp tại EU đều yêu cầu ASC (bộ tiêu chuẩn dựa trên 4 nền tảng chính là môi trường, xã hội, an sinh động vật và an toàn thực phẩm). Tuy nhiên, diện tích nuôi tôm đạt chứng nhận này ở Việt Nam mới đạt khoảng 1% tổng diện tích nuôi. Nguyên nhân là do phần lớn các doanh nghiệp, hợp tác xã, các hộ nuôi tôm còn sản xuất theo mô hình nhỏ lẻ, thiếu liên kết, không kham nổi chi phí chứng nhận. Các nhà cung ứng không có chứng nhận có thể xuất khẩu vào thị trường này tại phân khúc cấp thấp nhưng giá bán không tốt. Các ao tôm của vùng nuôi FMC đều đạt chứng nhận ASC, do đó FMC sở hữu tiềm năng mở rộng xuất khẩu sang EU. Tuy nhiên, tăng trưởng tại thị trường này sẽ diễn ra chậm và phụ thuộc lớn vào diễn biến thị trường chung do bị ảnh hưởng bởi lạm phát.

Tại thị trường Nhật Bản, tiêu thụ tôm tại đây khó có sự bứt phá do đặc điểm dân số già, tuy nhiên, xuất khẩu sang thị trường này vẫn được duy trì ổn định và khả quan hơn trong tương lai nhờ lợi thế từ CPTPP. Cụ thể, các doanh nghiệp tôm tại Việt Nam được hưởng mức thuế ưu đãi 0% cho sản phẩm tôm sú sống, tươi, đông lạnh (mã HS03) và tôm sú chế biến (mã HS16) khi xuất khẩu sang thị trường này. Ngoài ra, xuất khẩu tôm Việt Nam sang Nhật Bản còn có lợi thế về khoảng cách địa lý so với Ecuador, Ấn Độ, đặc biệt là trong bối cảnh chi phí logistic vẫn ở mức cao.

Mức thuế ưu đãi từ hiệp định EVFTA và CPTPP sẽ mang đến nhiều lợi thế cho FMC với thế mạnh là sản phẩm tôm chế biến mở rộng xuất khẩu sang EU và Nhật Bản. Theo đó, thị trường Nhật Bản và EU là hai thị trường xuất khẩu chính của FMC với tỷ trọng luôn chiếm khoảng 50% - 60% trong cơ cấu doanh thu xuất khẩu.

## Dự phóng kết quả kinh doanh 2023

Áp lực suy thoái kinh tế tại các thị trường chủ lực như Mỹ, Châu Âu làm suy giảm sức mua của người tiêu dùng và cạnh tranh gay gắt từ Ecuador, Ấn Độ nhờ lợi thế tôm giá rẻ khiến triển vọng ngành tôm Việt Nam trong năm 2023 khá ảm đạm. Tuy nhiên, nhờ chiến lược thay đổi thị trường và phân khúc sản phẩm hợp lí, chúng tôi dự phóng thận trọng doanh thu năm 2023F của FMC giảm 7% YoY đạt 5,305 tỷ đồng.

Nhờ lợi thế về (1) chi phí vận chuyển đến Nhật Bản thấp hơn so với Mỹ, Châu Âu, (2) sản phẩm tôm chế biến Việt Nam có ưu thế hơn so với thị trường khác, (3) được hỗ trợ bởi các hiệp định thương mại tự do như: VJEPA, RCEP, CPTPP, (4) tỷ suất lợi nhuận ở Nhật Bản tốt hơn do có tỷ lệ hàng tinh chế, phối chế cao, chúng tôi cho rằng xuất khẩu tôm sang thị trường Nhật Bản sẽ là điểm sáng cho ngành tôm Việt Nam nói chung và FMC nói riêng. Thêm vào đó, với kì vọng giá tôm xuất khẩu và giá tôm nguyên liệu cùng giảm, chúng tôi ước tính LNST của FMC năm 2023F giảm nhẹ 2.1% đạt 314 tỷ đồng.

Tuy nhiên, chúng tôi kì vọng biên lợi nhuận gộp năm 2023F duy trì ổn định ở mức 11.3% nhờ (1) tăng tỷ lệ tự chủ nhờ mở rộng vùng nuôi, (2) kỳ vọng giá tôm nguyên liệu sẽ giảm, (3) phát huy thế mạnh ở phân khúc sản phẩm tôm chế biến và nông sản có biên lợi nhuận tốt hơn.

Dù vậy, trong dài hạn, chúng tôi vẫn tin tưởng triển vọng của FMC qua những điểm nhấn đầu tư sau:

- (1) Đẩy mạnh năng suất chế biến tạo động lực tăng trưởng dài hạn
- (2) Mở rộng vùng nuôi giúp nâng cao năng lực tự chủ nguyên liệu
- (3) Sản phẩm tôm tinh chế là thế mạnh của FMC
- (4) Hưởng lợi từ hiệp định EVFTA và CPTPP.

## Định giá và khuyến nghị

Bằng phương pháp định giá DCF và EV/EBITDA, chúng tôi ước tính giá hợp lý đối với FMC là 50,300 VNĐ/CP (+22% so với giá hiện tại). Qua đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **Mua** cho FMC.

### Chiết khấu dòng tiền

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Lợi nhuận trước lãi vay và thuế (EBIT)	303	362	404	464	518
Lợi nhuận hoạt động ròng sau thuế	296	354	395	453	506
Khấu hao	119	156	179	143	134
WC	13	(96)	(45)	(82)	(84)
CAPEX	(292)	(233)	(252)	(204)	(208)
FCFF	137	180	276	309	349
Giá trị hiện tại của FCFF (WACC 11.65%)	122	144	196	196	197
Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng (3.0% g)	2,228				
Nợ ròng	70				
Giá trị vốn cổ phần	3,151				
SLCP	65,388,889				
<b>Giá hợp lý (VNĐ/CP)</b>	<b>48,196</b>				

Phương pháp EV/EBITDA	
EV/EBITDA ngành	8.9x
EV (tỷ đồng)	3,774
Nợ ròng (tỷ đồng)	70
Giá trị vốn cổ phần (tỷ đồng)	3,844
SLCP	65,388,889
<b>Giá hợp lý (VNĐ/CP)</b>	<b>58,787</b>

	DCF	EV/EBITDA	Giá hợp lý
<b>Giá hợp lý (VNĐ/CP)</b>	<b>48,196</b>	<b>58,787</b>	<b>50,314 VNĐ/cp</b>
<b>Tỷ trọng</b>	80%	20%	

## **Rủi ro**

### **(1) Rủi ro cạnh tranh từ Ecuador, Ấn độ**

Ngành thủy sản Việt Nam đang chịu sự cạnh tranh gay gắt từ Ecuador và Ấn Độ. Hiện nay, tại thị trường Mỹ và Châu Âu, nhu cầu vẫn sẽ tập trung nhiều hơn vào tôm size nhỏ, lợi thế nghiêng về Ecuador vì nguồn cung tôm dồi dào, có giá thành rẻ hơn và lợi thế về vị trí địa lý. Ngoài ra, hiệu quả nuôi tôm và tỷ lệ tự chủ ở Việt Nam vẫn chưa cao khiến chi phí nuôi tôm ở Việt Nam luôn cao hơn so với các nước đối thủ.

### **(2) Rủi ro nguồn nguyên liệu đầu vào**

Hoạt động nuôi tôm chịu ảnh hưởng nhiều bởi thời tiết và dịch bệnh. Hiện tượng thời tiết không thuận lợi gây thiếu hụt đến nguồn cung tôm và khó khăn trong hoạt động nuôi trồng, làm tăng giá tôm nguyên liệu, ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp chế biến.

### **(3) Rủi ro tỷ giá hối đoái**

Với hơn 95% doanh thu là xuất khẩu, FMC đối mặt với rủi ro biến động tỷ giá hối đoái khi đồng tiền sử dụng cho xuất khẩu là USD. Bất ổn tại các thị trường xuất khẩu và sự ảnh hưởng của các yếu tố địa chính trị đến tỷ giá là rủi ro đáng quan tâm.

### **(4) Rủi ro tập trung doanh thu**

Tỷ lệ xuất khẩu của FMC sang Nhật Bản, Mỹ, Tây Âu chiếm lần lượt là 34%, 27% và 22%, do đó FMC chịu ảnh hưởng từ nhu cầu xuất khẩu của các thị trường này, khi nhu cầu tại các thị này giảm sẽ tác động tiêu cực đến công ty.

### **(5) Rủi ro dịch bệnh**

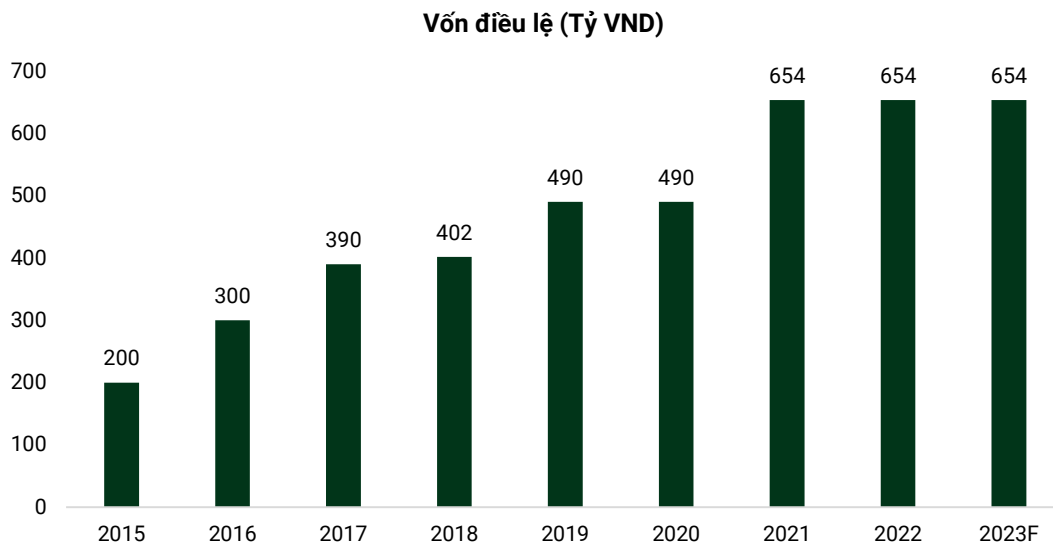
### **(6) Rủi ro lạm phát**



### Sơ lược công ty

Công ty Cổ phần Thực phẩm Sao Ta thành lập năm 1996, năm 2003 chuyển sang hoạt động theo mô hình cổ phần, năm 2006 cổ phiếu của công ty niêm yết và giao dịch tại HOSE. Hoạt động kinh doanh chính là Chế biến và xuất khẩu các sản phẩm từ tôm chiếm hơn 96% doanh thu. Các sản phẩm chính của công ty là Tôm tươi, Tôm Nobashi, Tôm tẩm bột, tôm hấp trong đó tôm tươi chiếm tỉ trọng lớn nhất, 37.02%, sau đó là tôm Nobashi 27.13%, với thị trường tiêu thụ truyền thống là Nhật và Mỹ. Hiện FMC đang mở rộng và khôi phục lại các thị trường EU, Nga và Hàn Quốc.

### Quá trình tăng vốn (Tỷ VND)



(Nguồn: FMC, PHS dự phóng)

## Báo cáo tài chính

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E
Doanh thu thuần	3,807	3,710	4,415	5,199	5,702	5,305
Giá vốn hàng bán	(3,412)	(3,285)	(3,986)	(4,670)	(5,076)	(4,706)
Lợi nhuận gộp	395	425	430	529	626	599
Chi phí bán hàng	(101)	(118)	(147)	(197)	(226)	(210)
Chi phí QLDN	(77)	(69)	(58)	(67)	(93)	(86)
Lợi nhuận từ HĐKD	217	238	225	265	307	303
Lợi nhuận tài chính	(23)	(3)	11	21	17	16
Chi phí lãi vay	(23)	(17)	(14)	(14)	(17)	(16)
Lợi nhuận trước thuế	194	236	237	289	328	321
Lợi nhuận sau thuế	180	230	226	289	321	314
LNST của cổ đông Công ty mẹ	180	230	226	269	309	314

Cân đối kế toán	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E
<b>Tài Sản Ngắn Hạn</b>	<b>1,187</b>	<b>1,098</b>	<b>1,221</b>	<b>2,141</b>	<b>1,877</b>	<b>1,950</b>
Tiền và tương đương tiền	27	244	268	770	585	690
Đầu tư tài chính ngắn hạn	5	9	10	25	11	10
Phải thu ngắn hạn	289	242	305	368	280	312
Hàng tồn kho	837	578	608	941	929	871
Tài sản ngắn hạn khác	29	25	30	38	72	67
<b>Tài Sản Dài Hạn</b>	<b>308</b>	<b>423</b>	<b>490</b>	<b>550</b>	<b>1,112</b>	<b>1,096</b>
Phải thu dài hạn	-	3	4	4	-	-
Tài sản cố định	276	267	308	263	419	292
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-	-
Chi phí xây dựng dở dang	13	105	7	188	446	557
Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	19	47	171	94	248	248
Lợi thế thương mại	0	0	0	0	0	0
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>1,495</b>	<b>1,521</b>	<b>1,711</b>	<b>2,691</b>	<b>2,989</b>	<b>3,047</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>806</b>	<b>582</b>	<b>630</b>	<b>714</b>	<b>873</b>	<b>747</b>
Nợ ngắn hạn	799	572	620	704	863	737
Nợ dài hạn	8	10	10	10	10	10
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>689</b>	<b>939</b>	<b>1,081</b>	<b>1,977</b>	<b>2,116</b>	<b>2,299</b>
Vốn góp	402	490	490	654	654	654
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>1,495</b>	<b>1,521</b>	<b>1,711</b>	<b>2,691</b>	<b>2,989</b>	<b>3,047</b>

Lưu chuyển tiền tệ	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	364	557	42	178	435	433
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(76)	(151)	(61)	(233)	(515)	(294)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(428)	(189)	42	555	(101)	(35)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(140)	217	24	501	(181)	104
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	166	27	244	268	770	585
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	27	244	268	770	585	690

Chỉ số tài chính	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E
<b>Tăng trưởng (%)</b>						
Doanh thu	8.8%	-2.5%	19.0%	17.8%	9.7%	-7.0%
Lợi nhuận sau thuế	60.6%	27.3%	-1.7%	28.1%	10.9%	-2.1%
Tổng tài sản	-9.4%	1.7%	12.5%	57.2%	11.1%	1.9%
Tổng vốn chủ sở hữu	20.0%	36.3%	15.2%	82.8%	7.1%	8.7%
<b>Khả năng sinh lời (%)</b>						
Tỷ suất lãi gộp	10.4%	11.4%	9.7%	10.2%	11.0%	11.3%
Tỷ suất EBIT	5.7%	6.4%	5.1%	5.1%	5.4%	5.7%
Tỷ suất lãi ròng	4.7%	6.2%	5.1%	5.6%	5.6%	5.9%
ROA	12.1%	15.1%	13.2%	10.8%	10.7%	10.3%
ROE	26.2%	24.5%	20.9%	14.6%	15.2%	13.7%
<b>Hiệu quả hoạt động</b>						
Số ngày phải thu	30	27	27	27	18	21
Số ngày tồn kho	88	63	55	73	66	67
Số ngày phải trả	9	5	5	7	6	5
<b>Khả năng thanh toán</b>						
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.49	1.92	1.97	3.04	2.18	2.65
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.44	0.91	0.99	1.70	1.10	1.46
<b>Cấu trúc tài chính</b>						
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.54	0.38	0.37	0.27	0.29	0.25
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	1.17	0.62	0.58	0.36	0.41	0.32
Vay ngắn hạn/VCSH	1.16	0.61	0.57	0.36	0.41	0.32
Vay dài hạn/VCSH	0.01	0.01	0.01	0.01	0.00	0.00

(Nguồn: PHS tổng hợp)

## Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi Dương Trung Hoa, Chuyên viên phân tích – Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

## Định nghĩa xếp loại

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

## Miễn trách

Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của báo cáo. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

### © Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower, 8 Hoàng Văn Thái, phường Tân Phú, quận 7, Tp.HCM

**Điện thoại:** (+84-28) 5 413 5479

**Customer Service:** (+84-28) 5 411 8855

**E-mail:** info@phs.vn / support@phs.vn

**Fax:** (+84-28) 5 413 5472

**Call Center:** (+84-28) 5 413 5488

**Web:** www.phs.vn

### PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08, 107 Tôn Dật Tiên, P. Tân

Phú, Quận 7, Tp.HCM

**Điện thoại:** (+84-28) 5 413 5478

**Fax:** (+84-28) 5 413 5473

### Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby

81-83-83B-85 Hàm Nghi,

Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Tp.HCM

**Điện thoại:** (+84-28) 3 535 6060

**Fax:** (+84-28) 3 535 2912

### Chi nhánh Quận 3

Tầng 2, Tòa nhà Phương Nam, 157 Võ Thị

Sáu, Quận 3, Tp.HCM

**Điện thoại:** (+84-28) 3 820 8068

**Fax:** (+84-28) 3 820 8206

### Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend,

251 Hoàng Văn Thụ, Phường 2, Quận Tân

Bình, Tp.HCM

**Điện thoại:** (+84-28) 3 813 2401

**Fax:** (+84-28) 3 813 2415

### Chi Nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex,

N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Trung Hòa,

Quận Cầu Giấy, Hà Nội

**Phone:** (+84-24) 6 250 9999

**Fax:** (+84-24) 6 250 6666

### Chi Nhánh Hà Nội

Tầng 5, Tòa nhà Vinafor,

Số 127 Lò Đúc, Phường Đồng Mác, Quận Hai

Bà Trưng, Hà Nội

**Phone:** (+84-24) 3 933 4566

**Fax:** (+84-24) 3 933 4820

### Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco, 18 Trần Hưng Đạo,

Quận Hồng Bàng, Hải Phòng

**Phone:** (+84-22) 384 1810

**Fax:** (+84-22) 384 1801