

**NGÀNH: THỦY SẢN**
**Ngày 24 tháng 07 năm 2023**
**CÔNG TY CỔ PHẦN THỰC PHẨM SAO TA (HSX: FMC)**
**Lê Quốc Trung**

Chuyên viên phân tích

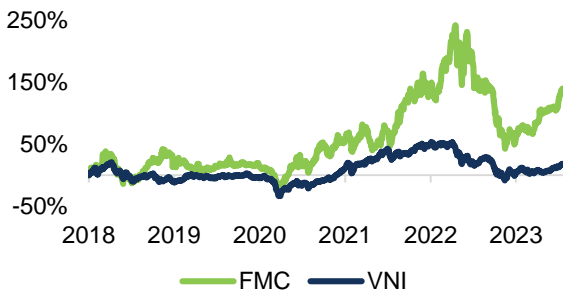
Email: trunglq@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext : 7585

Người phê duyệt báo cáo:

**Nguyễn Đức Thành Nhân**

Trưởng nhóm Phân tích đầu tư

**Diễn biến giá cổ phiếu FMC và VNINDEX**


Thông tin giao dịch	24/07/2022
Giá hiện tại (đồng/cp)	48.000
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	50.700
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	28.600
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	65,39
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	65,39
KLGD bình quân 10 ngày (cp)	81.540
% sở hữu nước ngoài	30,99%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	654
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.139
P/E trailing 12 tháng (lần)	11,63x
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	4.128

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	CTCP Thực phẩm Sao Ta
Địa chỉ	KM 2132, quốc lộ 1A, phường 2, TP. Sóc Trăng, tỉnh Sóc Trăng
Doanh thu chính	Chế biến tôm xuất khẩu
Chi phí chính	Chi phí tôm nguyên liệu
Rủi ro chính	Biến động giá tôm nguyên liệu mua ngoài, các rào cản chất lượng và thuế quan

Giá thị trường:	48.000	Khuyến nghị
Giá mục tiêu:	57.300	<b>MUA</b>
Chênh lệch:	19%	

**ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG DÀI HẠN ĐẾN TỪ MỞ RỘNG CÔNG SUẤT NHÀ MÁY VÀ VÙNG NUÔI**

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu **FMC – CTCP Thực phẩm Sao Ta** niêm yết trên sàn HSX. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá mục tiêu cổ phiếu FMC là **57.300 đồng/cp**, cao hơn 19% so với giá hiện tại. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** cổ phiếu FMC cho mục tiêu trung và dài hạn. Khuyến nghị này đưa ra dựa trên các luận điểm sau:

**➤ LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

- **Thế mạnh sản xuất các sản phẩm tôm chế biến sâu giúp FMC nâng cao năng lực cạnh tranh.** Nhờ tập trung dòng sản phẩm này, tổng doanh thu của FMC đã tăng trưởng 10% mỗi năm trong giai đoạn 2017 - 2022 so với kim ngạch gần như đi ngang của ngành tôm Việt Nam cùng giai đoạn. Theo Mordor Intelligence, nhu cầu tôm chế biến toàn cầu dự báo sẽ tăng trưởng với CAGR khoảng 2,2%/năm đến năm 2028, kết hợp với ưu đãi thuế quan từ các Hiệp định thương mại tự do Việt Nam đã ký kết, chúng tôi kỳ vọng đây sẽ là nền tảng để FMC tiếp tục mở rộng xuất khẩu sang các thị trường chủ lực của doanh nghiệp. ([chi tiết](#))
- **Vùng nuôi mới đi vào vận hành từ T6/2023 kỳ vọng là động lực giúp FMC đẩy mạnh xuất khẩu sang EU.** EU là thị trường xuất khẩu tôm lớn thứ 3 của FMC, chiếm khoảng 24% tổng doanh thu mỗi năm. Doanh thu xuất khẩu sang EU của FMC gần như đi ngang trong giai đoạn 2019 - 2022, một phần do FMC thiếu nguồn tôm đạt chuẩn để xuất khẩu sang thị trường này. Nhờ vùng nuôi mới đạt chuẩn EU đi vào vận hành, chúng tôi kỳ vọng doanh thu xuất khẩu sang EU của FMC sẽ cải thiện rõ nét từ năm 2024. ([chi tiết](#))
- **Công suất nhà máy tăng lên gấp đôi từ đầu năm 2023 là động lực giúp FMC tăng trưởng doanh thu trong dài hạn.** Tính đến cuối năm 2022, 4 nhà máy cũ của FMC đã vận hành gần như tối đa công suất. Do đó việc đưa vào vận hành 2 nhà máy mới từ đầu năm 2023 được kỳ vọng sẽ giúp FMC đẩy mạnh xuất khẩu trong bối cảnh nhu cầu tôm toàn cầu dự báo tăng, đặc biệt từ thị trường EU nhờ lợi thế vùng nuôi mới của doanh nghiệp. Chúng tôi dự báo tổng doanh thu xuất khẩu của FMC sẽ tăng trưởng nhanh với CAGR = 11%/năm trong giai đoạn 2024F - 2028F nhờ công suất chế biến tăng từ các nhà máy mới. ([chi tiết](#))

➤ **CÁC YẾU TỐ CẦN THEO DÕI**

- **Biến động giá tôm nguyên liệu mua ngoài.** Do khoảng 70% tôm nguyên liệu FMC phải mua ngoài nên biến động giá tôm nguyên liệu có tác động đáng kể đến giá vốn hàng bán của doanh nghiệp mỗi năm, đặc biệt trong các giai đoạn thời tiết diễn biến thất thường và dịch bệnh lây lan trên tôm khiến tôm chết nhiều.

## I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

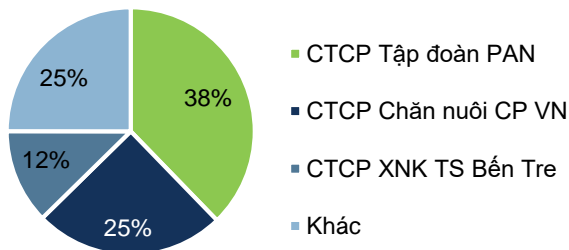
### 1. Lịch sử hình thành



**CTCP Thực phẩm Sao Ta (HSX: FMC)** được thành lập năm 1995 tại tỉnh Sóc Trăng, tiền thân là doanh nghiệp nhà nước với tên gọi là Công ty Thực phẩm Xuất nhập khẩu tổng hợp Sóc Trăng. Hoạt động kinh doanh chính của doanh nghiệp là chế biến và xuất khẩu các sản phẩm tôm.

Năm 2006, doanh nghiệp chính thức niêm yết trên sàn Giao dịch Chứng khoán TP.HCM với mã chứng khoán FMC, vốn điều lệ tính đến nay đạt hơn 650 tỷ đồng. FMC hiện là doanh nghiệp xuất khẩu tôm lớn thứ 3 Việt Nam với doanh thu xuất khẩu đạt 162 triệu USD năm 2022, chiếm khoảng 4% thị phần xuất khẩu toàn ngành.

### 2. Cơ cấu cổ đông (cập nhật ngày 24/07/2023)



Nguồn: FMC, FPTIS tổng hợp

**FMC là công ty con của CTCP Tập đoàn PAN (HSX: PAN)**, theo đó PAN và công ty con của mình là CTCP XNK Thủy sản Bến Tre (HSX: ABT) tổng sở hữu 50,12% cổ phần.

Ngoài ra, FMC còn thu hút sự quan tâm từ đối tác chiến lược là CTCP Chăn nuôi C.P Việt Nam, sở hữu 25% cổ phần từ cuối năm 2021. Với thế mạnh là công ty chăn nuôi lớn nhất Việt Nam, C.P Việt Nam đóng vai trò hỗ trợ con giống và cung cấp thức ăn cho các vùng nuôi của FMC.

### 3. Cấu trúc công ty

FMC sở hữu 2 công ty con, bao gồm CTCP Khang An Foods (KAF) và Công ty TNHH Vĩnh Thuận. KAF được FMC thành lập vào năm 2021 với mục đích tách bạch và phát triển sâu mảng nông sản kế thừa từ FMC. Trong khi đó, Vĩnh Thuận được FMC mua lại vào năm 2022 với mục tiêu mở rộng thêm 200 ha diện tích vùng nuôi tôm mới.

Tên công ty con	Tỷ lệ sở hữu	Ngành nghề kinh doanh chính
CTCP Khang An Foods (KAF)	51,54%	Chế biến, bảo quản thủy sản; mua bán lương thực, thực phẩm, nông sản sơ chế và sản xuất.
Công ty TNHH Vĩnh Thuận	100%	Nuôi trồng, chế biến, bảo quản thủy sản; mua bán lương thực, thực phẩm, nông sản sơ chế và sản xuất.

### 4. Hoạt động kinh doanh chính

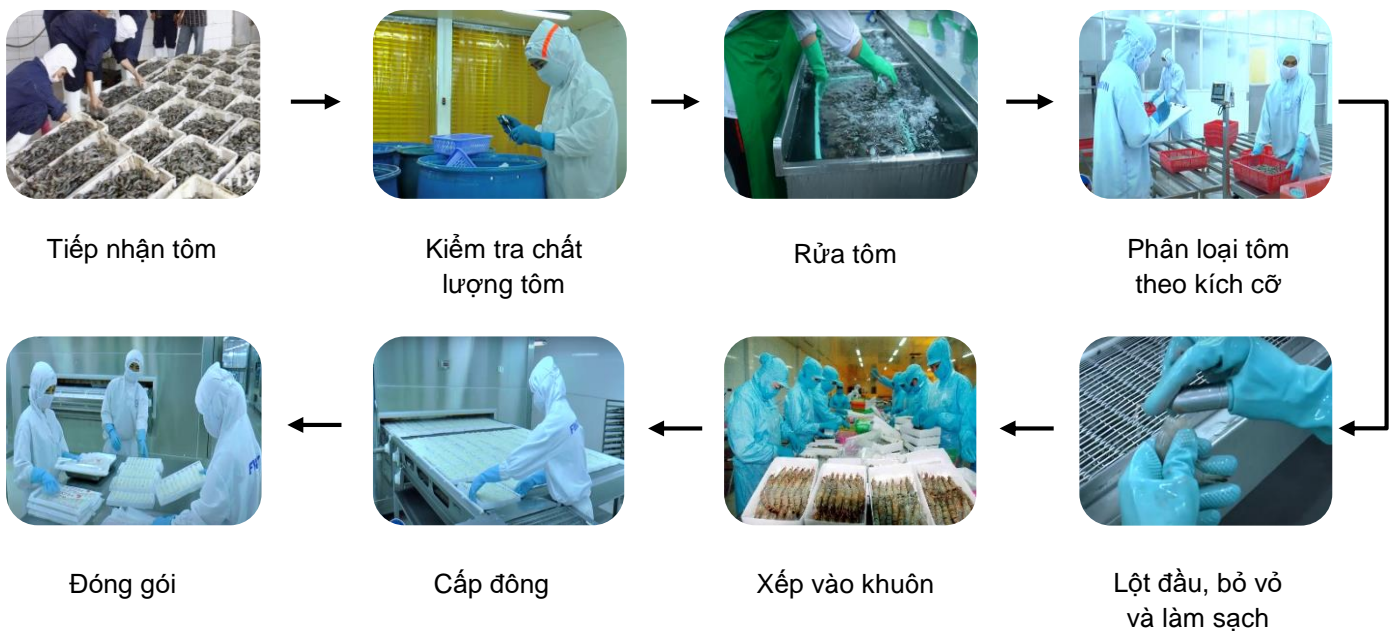
Doanh thu của FMC chủ yếu đến từ xuất khẩu tôm với đóng góp trong tổng doanh thu đạt bình quân 96% mỗi năm. Mảng nông sản đóng góp khoảng 4% còn lại. Vì mảng nông sản chiếm tỷ trọng tương đối nhỏ trong cơ cấu doanh thu, trong báo cáo này chúng tôi chỉ tập trung đánh giá mảng tôm xuất khẩu của FMC.

**II. TỔNG QUAN NGÀNH TÔM VIỆT NAM**
**Chuỗi giá trị ngành tôm Việt Nam**


*Nguồn: FPTTS tổng hợp*

**Về đầu vào**, tôm chủ yếu được nuôi trồng ở vùng đồng bằng sông Cửu Long (chiếm 80% sản lượng cả nước). Các hộ nuôi sẽ mua tôm giống phần lớn có nguồn gốc nhập khẩu (chiếm 80% lượng tôm giống cả nước) hoặc từ các trại ấp trong nước (khoảng 20% còn lại). Tôm giống được nuôi từ 3 - 4 tháng sẽ đạt kích cỡ phù hợp để xuất bán cho các nhà máy chế biến.

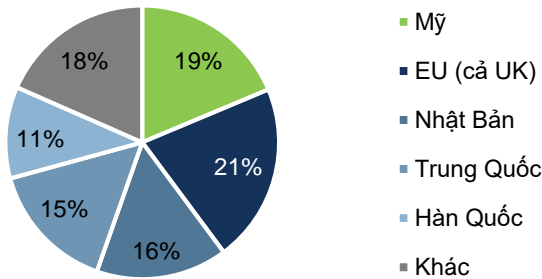
**Về sản xuất**, tôm nguyên liệu sau khi thu mua sẽ được chế biến phù hợp với yêu cầu đơn hàng của từng thị trường, phổ biến là tôm đông lạnh. Quy trình chung sản xuất sản phẩm tôm đông lạnh được mô tả như sau:



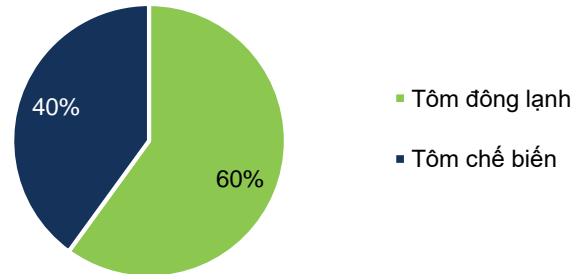
*Nguồn: FPTTS tổng hợp*

**Về đầu ra,** Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam (VASEP) ước tính khoảng 70% lượng tôm sản xuất trong nước mỗi năm được xuất khẩu. Thị trường xuất khẩu tôm chủ lực toàn ngành bao gồm Mỹ, EU và Nhật Bản (chiếm hơn 50% tổng kim ngạch xuất khẩu mỗi năm). Sản phẩm xuất khẩu chia làm hai phân khúc chính là tôm đông lạnh<sup>1</sup> và tôm chế biến<sup>2</sup>, lần lượt chiếm khoảng 60% và 40% tổng kim ngạch xuất khẩu mỗi năm.

**Cơ cấu xuất khẩu tôm Việt Nam theo thị trường năm 2022**



**Cơ cấu xuất khẩu tôm Việt Nam theo sản phẩm năm 2022**



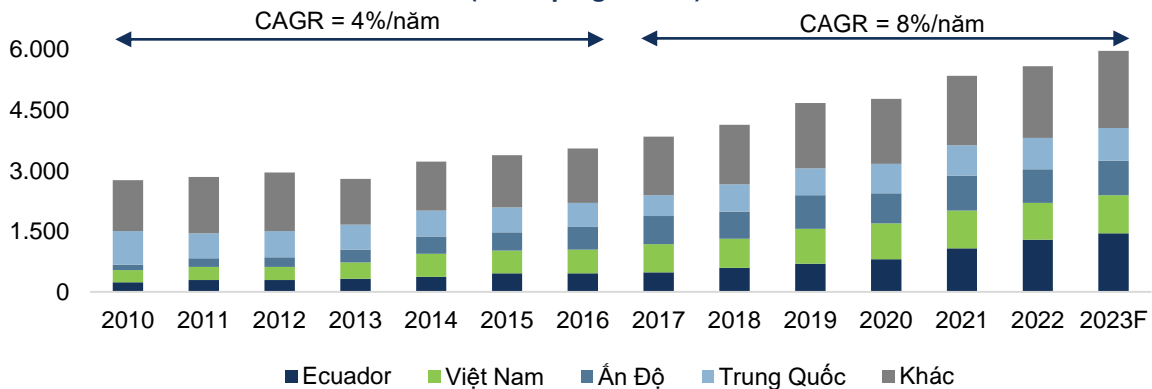
*Nguồn: VASEP, FPTS tổng hợp*

### 1. Tôm đông lạnh Việt Nam kém cạnh tranh do giá thành sản xuất cao và nguồn cung tôm đông lạnh giá rẻ toàn cầu tăng nhanh

#### ➤ Nguồn cung tôm đông lạnh giá rẻ toàn cầu tăng trưởng nhanh, đặc biệt từ Ecuador

Theo thống kê từ Rabobank, sản lượng tôm nuôi toàn cầu tăng trưởng nhanh trong giai đoạn 2017 - 2022 với tốc độ khoảng 8% mỗi năm, cao hơn gấp đôi so với giai đoạn 2010 - 2016. Động lực tăng trưởng chủ yếu từ Ecuador nhờ nước này đẩy mạnh mở rộng diện tích nuôi trồng và cải tiến công nghệ nuôi, bao gồm phát triển thành công con giống và thức ăn tôm chất lượng cao, đồng thời đẩy mạnh cơ giới hóa toàn ngành tôm. Sản lượng tôm của Ecuador tăng trưởng bình quân 22%/năm trong giai đoạn 2017 - 2022, vượt qua Việt Nam và Ấn Độ trở thành nước nuôi tôm lớn nhất thế giới với sản lượng hơn 1 triệu tấn vào năm 2021.

**Sản lượng nuôi trồng tôm toàn cầu giai đoạn 2010 - 2023F**  
(đơn vị: nghìn tấn)



*Nguồn: Rabobank, FPTS tổng hợp*

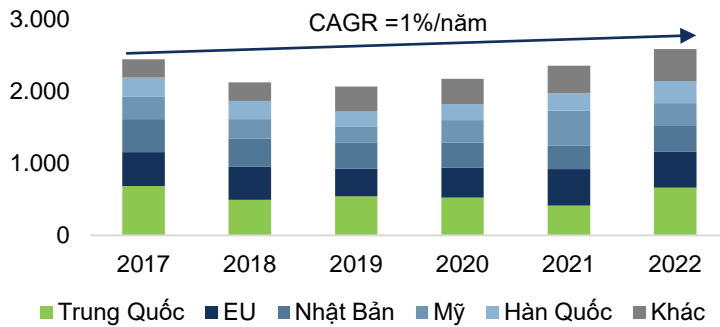
<sup>1</sup> Tôm đông lạnh (thuộc mã HS03): Tôm có hàm lượng chế biến thấp (lặt đầu, bỏ vỏ,...), sản phẩm vẫn giữ nguyên được tính chất “thô” ban đầu và yêu cầu phải chế biến thêm. Các mặt hàng phổ biến bao gồm tôm HOSO (tôm đông lạnh nguyên con), tôm HLSO (tôm lặt đầu, giữ nguyên vỏ đông lạnh) và tôm PTO (tôm lặt đầu, bỏ vỏ, chưa đuôi đông lạnh).

<sup>2</sup> Tôm chế biến (thuộc mã HS16): Tôm đã trải qua công đoạn tẩm ướp, sản phẩm chỉ cần làm nóng hoặc chiên đơn giản có thể dùng ngay. Các mặt hàng phổ biến bao gồm tôm hấp, tôm tẩm bột và tôm chiên.

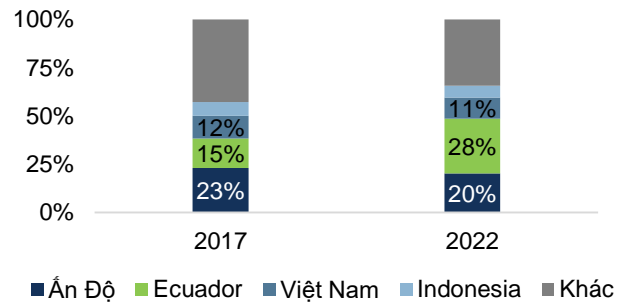
Nhờ lợi thế giá thành rẻ (**chi tiết**), Ecuador nhanh chóng giành thị phần tôm Việt Nam tại các thị trường xuất khẩu lớn như Mỹ, EU và Trung Quốc, đặc biệt ở phân khúc tôm đông lạnh do đặc thù sản phẩm dễ sản xuất. Điều này khiến kim ngạch xuất khẩu tôm đông lạnh Việt Nam gần như đi ngang trong cả giai đoạn 2017 - 2022.

Theo dự báo của Rabobank, sản lượng tôm từ Ecuador sẽ tiếp tục tăng trưởng 20% YoY (đạt 1,5 triệu tấn) trong năm 2023, và có thể gây ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động xuất khẩu tôm của Việt Nam với nhu cầu tôm toàn cầu được dự báo suy yếu do suy thoái kinh tế toàn cầu.

**Kim ngạch xuất khẩu tôm đông lạnh Việt Nam giai đoạn 2017 - 2022 (đơn vị: triệu USD)**



**Thị phần xuất khẩu tôm đông lạnh toàn cầu năm 2017 và năm 2022**



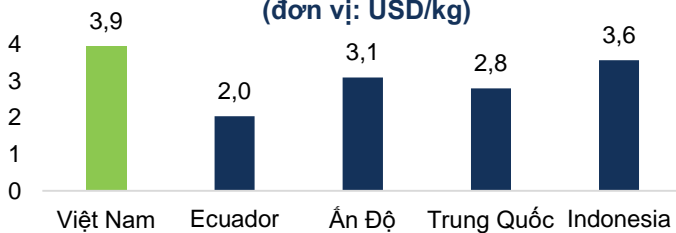
Nguồn: VASEP, ITC, FPTTS tổng hợp và ước tính

➤ **Tôm đông lạnh Việt Nam kém cạnh tranh do chi phí nuôi trồng cao hơn các nước khác**

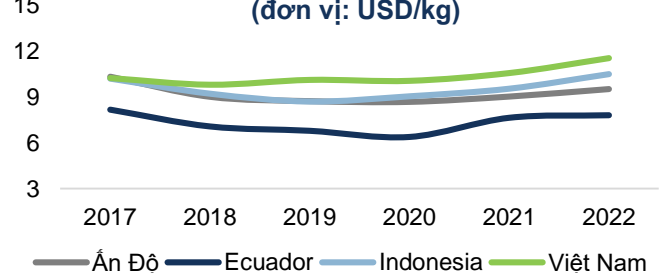
So với các nước nuôi trồng tôm lớn khác, Việt Nam có giá thành sản xuất tôm nguyên liệu cao nhất, đáng chú ý cao gấp đôi so với Ecuador theo số liệu năm 2022 từ Agromonitor. Kết quả này là do (1) ngành tôm Việt Nam vẫn chưa tự chủ được con giống và nguyên liệu thức ăn chăn nuôi, và (2) tỷ lệ nuôi thành công thấp bởi quy mô nuôi trồng nhỏ lẻ, chưa ứng dụng cơ giới hóa khiến tôm nuôi dễ bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh và thời tiết. Theo khảo sát từ VASEP, tỷ lệ tôm sống sót sau mỗi vụ ở Việt Nam hiện nay đạt bình quân khoảng 35%, thấp hơn đáng kể so với hai nước đối thủ là Ấn Độ và Ecuador với tỷ lệ lần lượt đạt 47% và 80%.

Do chi phí tôm nguyên liệu đầu vào cao, giá tôm đông lạnh xuất khẩu Việt Nam cao hơn đáng kể so với tôm từ các nước khác. Minh họa giá xuất khẩu tôm đông lạnh sang Mỹ<sup>3</sup> giai đoạn 2017 - 2022 cho thấy giá tôm Việt Nam cao hơn khoảng 40 - 50% so với tôm từ các nước khác như Ấn Độ và Ecuador.

**Giá tôm thẻ nguyên liệu cỡ 100 con/kg tại một số nước nuôi tôm lớn trong năm 2022 (đơn vị: USD/kg)**



**Giá xuất khẩu tôm đông lạnh của một số nước sang Mỹ giai đoạn 2017 - 2022 (đơn vị: USD/kg)**



Nguồn: Agromonitor, ITC, FPTTS tổng hợp và ước tính

<sup>3</sup> Trong báo cáo này, chúng tôi sử dụng dữ liệu giá tôm xuất khẩu sang Mỹ từ ITC làm tham chiếu vì Mỹ là nước nhập khẩu tôm lớn nhất thế giới, chiếm bình quân khoảng 28% kim ngạch nhập khẩu tôm toàn cầu mỗi năm. Vì tôm đông lạnh Việt Nam xuất khẩu sang Mỹ chủ yếu là tôm cỡ lớn, khác với tôm từ các nước khác chủ yếu là tôm cỡ nhỏ, chúng tôi điều chỉnh giảm giá xuất khẩu tôm đông lạnh Việt Nam khoảng 20% để cùng cơ sở so sánh.

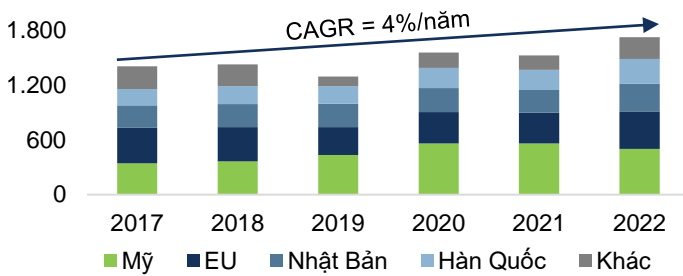
➤ **Triển vọng xuất khẩu tôm đông lạnh dự báo kém khả quan do khả năng cạnh tranh về giá thấp**

Mặc dù nhu cầu tôm toàn cầu được dự báo tăng trong giai đoạn 2022 - 2031 ([chi tiết](#)), chúng tôi cho rằng triển vọng mở rộng xuất khẩu phân khúc tôm đông lạnh của Việt Nam sẽ tương đối hạn chế tương tự giai đoạn 2017 - 2022 do (1) phân khúc này kém khả năng cạnh tranh về giá, và (2) nguồn cung tôm giá rẻ từ Ấn Độ và Ecuador dự báo tiếp tục tăng mạnh. Mặc dù tôm đông lạnh được hưởng các ưu đãi thuế từ các Hiệp định thương mại tự do (FTAs) Việt Nam ký kết, chúng tôi cho rằng mức giảm thuế nhập khẩu khoảng 5% từ các FTAs sẽ không bù đắp được mức chênh lệch giá 40 - 50% so với tôm từ Ecuador và Ấn Độ.

**2. Tôm chế biến Việt Nam có triển vọng khả quan nhờ lợi thế cạnh tranh về trình độ chế biến và hưởng lợi từ các Hiệp định FTAs.**

➤ **Việt Nam dẫn đầu thế giới về xuất khẩu tôm chế biến**

**Kim ngạch xuất khẩu tôm chế biến Việt Nam giai đoạn 2017 - 2022 (đơn vị: triệu USD)**

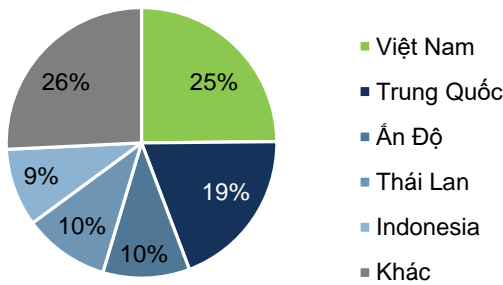


Mặc dù cạnh tranh tương đối gay gắt ở phân khúc tôm đông lạnh, ngành tôm Việt Nam lại có lợi thế về tôm chế biến và dẫn đầu thế giới về xuất khẩu phân khúc này. Trong giai đoạn 2017 - 2022, kim ngạch xuất khẩu tôm chế biến của Việt Nam tăng trưởng bình quân khoảng 4%/năm trong khi kim ngạch xuất khẩu tôm đông lạnh gần như đi ngang do chịu sự cạnh tranh gay gắt từ các nước xuất khẩu khác.

*Nguồn: VASEP, ITC, FPTTS tổng hợp và ước tính*

Lợi thế dẫn đầu tôm chế biến của Việt Nam đến từ nguồn lao động giá rẻ có tay nghề tỉ mỉ đã giúp các doanh nghiệp trong nước sản xuất hiệu quả hơn các nước đối thủ. Theo nghiên cứu từ Boston Consulting Group, các doanh nghiệp Việt Nam chỉ tốn bình quân khoảng 1,7 kg tôm nguyên liệu để sản xuất 1 kg tôm chế biến trong khi các doanh nghiệp Ấn Độ tiêu tốn khoảng 2,1 kg tôm nguyên liệu, nhờ đó hạn chế bất lợi về giá tôm nguyên liệu đầu vào cao (sự khác biệt về tỷ lệ chuyển đổi giữa các nước đối với tôm đông lạnh là không đáng kể do đặc thù sản phẩm thô và hàm lượng chế biến thấp). Minh họa giá xuất khẩu tôm chế biến sang Mỹ giai đoạn 2017 - 2022 cho thấy giá tôm Việt Nam cạnh tranh tốt hơn với tôm chế biến từ các nước khác.

**Thị phần xuất khẩu tôm chế biến toàn cầu năm 2022**



**Giá xuất khẩu tôm chế biến của một số nước sang Mỹ giai đoạn 2017 - 2022 (đơn vị: USD/kg)**



*Nguồn: ITC, FPTTS tổng hợp và ước tính*

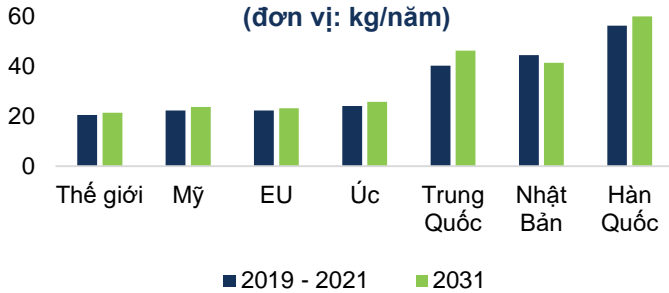
➤ **Triển vọng xuất khẩu tôm chế biến Việt Nam tích cực nhờ nhu cầu tôm toàn cầu tăng và hưởng lợi từ các ưu đãi thuế quan từ FTAs**

Theo báo cáo "Triển vọng nông nghiệp giai đoạn 2022 - 2031" của OECD - FAO, tiêu thụ thủy sản bình quân đầu người trên thế giới dự báo đạt 21,4 kg/năm vào năm 2031, tăng 4,4% so với mức tiêu thụ giai đoạn 2019 - 2021. Nhu cầu tiêu thụ thủy sản tăng được hỗ trợ chủ yếu bởi (1) nhận thức của người tiêu dùng về thực phẩm có lợi cho sức khỏe tăng lên sau dịch Covid-19, và (2) sự cải thiện thu nhập bình quân đầu người ở các khu vực kinh tế

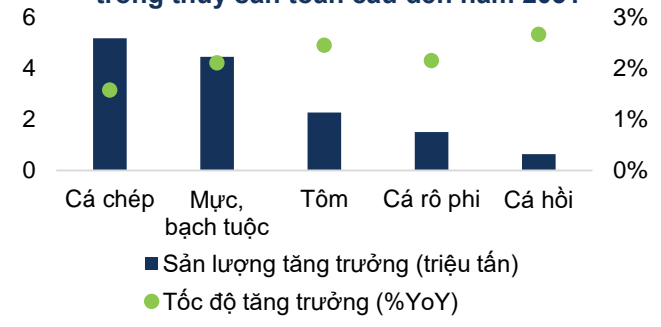
lớn trên thế giới. Trong các loài thủy sản nuôi trồng, OECD - FAO dự báo tôm là một trong ba loài có sản lượng tăng trưởng cao nhất để đáp ứng nhu cầu thủy sản toàn cầu tăng, sản lượng tôm nuôi vào năm 2031 dự báo tăng thêm 2,3 triệu tấn so với năm 2022 (CAGR = 2,5%/năm).

Tổ chức nghiên cứu thị trường Mordor Intelligence dự báo kim ngạch xuất khẩu tôm toàn cầu sẽ tăng trưởng ở mức CAGR = 2,2%/năm trong giai đoạn 2023 - 2028, đạt khoảng 70 tỷ USD vào năm 2028. Trong đó, phân khúc tôm chế biến được kỳ vọng sẽ có tốc độ tăng trưởng cao hơn mức bình quân 2,2%/năm nhờ ưu điểm an toàn với sức khỏe do đã trải qua quá trình chọn lọc và sơ chế trước khi đóng gói, đồng thời phù hợp với thói quen sinh hoạt bận rộn của người tiêu dùng ở các nước phát triển.

**Dự báo tiêu thụ thủy sản bình quân đầu người toàn cầu năm 2031 (đơn vị: kg/năm)**



**Dự báo tăng trưởng sản lượng nuôi trồng thủy sản toàn cầu đến năm 2031**

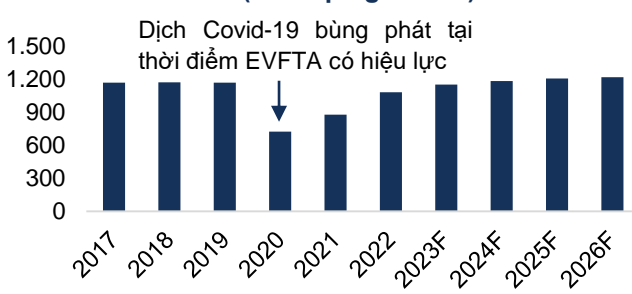


Nguồn: OECD, FAO, FPTS tổng hợp

Chúng tôi kỳ vọng tôm chế biến Việt Nam sẽ có lợi thế mở rộng ở 3 khu vực và thị trường chính bao gồm EU, CPTPP và Hàn Quốc nhờ lợi thế ưu đãi thuế quan từ các FTAs Việt Nam đã ký kết (bao gồm EVFTA, CPTPP và VKFTA), từ đó giúp tôm chế biến Việt Nam tăng khả năng cạnh tranh so với các nước khác. Chi tiết như sau:

Với EVFTA, chúng tôi cho rằng ngành tôm Việt Nam còn nhiều dư địa để tận dụng FTA này nhờ (1) mức thuế đối với tôm chế biến được điều chỉnh giảm từ năm 2025, (2) sự phục hồi của kênh tiêu dùng thực phẩm HORECA (Hotel, Restaurant, Café) ở EU sau giai đoạn dịch Covid 2020 - 2021, và (3) sự mở rộng diện tích nuôi tôm đạt chuẩn ASC, BAP<sup>4</sup> mà EU ưa chuộng ở Việt Nam sẽ giúp tôm chế biến Việt Nam thâm nhập tốt hơn vào các kênh tiêu thụ tôm cao cấp ở thị trường này, từ đó hạn chế cạnh tranh với các sản phẩm tôm chế biến có chất lượng trung bình từ Ấn Độ và Thái Lan.

**Dự báo sản lượng tiêu dùng thủy sản tại kênh HORECA ở EU giai đoạn 2023 - 2026 (đơn vị: nghìn tấn)**



**Thuế nhập khẩu tôm vào EU của một số nước**

	Tôm đông lạnh	Tôm chế biến
Việt Nam	Giảm từ 4,2% về 0% từ năm 2020	2020: 7% 2025: 5% 2027: 0%
Thái Lan	12%	20%
Ấn Độ	4,2% - 12%	7%
Ecuador	0%	0%

Nguồn: EUMOFA, VASEP, FPTS tổng hợp

<sup>4</sup> ASC và BAP là chương trình dán nhãn với mục đích chứng minh cho người mua thủy sản biết nhà sản xuất đã có trách nhiệm với môi trường và xã hội. Các sản phẩm được chứng nhận sẽ được cấp nhãn ASC và BAP in trên bao bì sản phẩm. Đây là các loại “tem” chứng nhận uy tín được ưa chuộng ở các thị trường như Mỹ và EU. Theo thống kê từ VASEP, diện tích nuôi tôm đạt chuẩn ASC, BAP tính đến đầu năm 2023 ở Việt Nam tương đối thấp, đạt khoảng 6%.

**Với CPTPP (Nhật Bản, Úc và Canada)**, chúng tôi kỳ vọng ưu đãi thuế nhập khẩu 0% từ năm 2019, kết hợp với đặc thù ưa chuộng các sản phẩm tôm chế biến cầu kỳ (tôm tẩm bột, tôm tempura, tôm nobashi,...) sẽ là lợi thế lớn giúp tôm chế biến Việt Nam tiếp tục duy trì vị thế xuất khẩu dẫn đầu sang các thị trường này.

Riêng thị trường Úc, kể từ T8/2022, các sản phẩm tôm chế biến từ Việt Nam được bổ sung vào danh sách các mặt hàng hưởng ưu đãi về tỷ lệ kiểm tra an toàn sinh học trước khi nhập khẩu. Theo đó, các sản phẩm tôm chế biến Việt Nam sẽ được giảm tần suất kiểm tra từ mức 100% thường lệ xuống mức 10% - 50% tùy theo dòng sản phẩm, chúng tôi cho rằng đây sẽ là động lực tích cực để các doanh nghiệp Việt Nam mở rộng xuất khẩu các mặt hàng tôm chế biến sang thị trường này.

**Với VKFTA**, chúng tôi kỳ vọng tôm Việt Nam sẽ tiếp tục duy trì lợi thế xuất khẩu dẫn đầu sang Hàn Quốc nhờ các lợi thế tương đồng như ở các thị trường trong CPTPP. Vào T3/2023, VASEP kiến nghị Bộ Công Thương đề xuất với Hàn Quốc về việc nâng hạn ngạch tôm nhập khẩu được miễn thuế 0% từ mức 15.000 tấn/năm hiện tại. Chúng tôi cho rằng tôm Việt Nam sẽ có nhiều lợi thế hơn nữa khi xuất khẩu sang Hàn Quốc nếu đề xuất được thông qua, tuy nhiên việc này có thể mất nhiều thời gian và chúng tôi sẽ cập nhật thông tin khi có kết quả chính thức.

### III. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA FMC

#### 1. FMC tích cực hoàn thiện chuỗi giá trị chế biến tôm từ năm 2018

**Chuỗi giá trị của doanh nghiệp:**



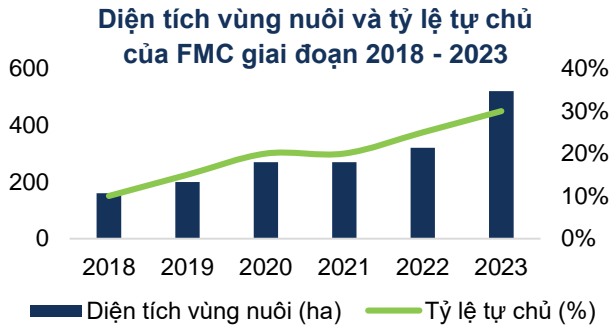
*Nguồn: FMC, FPTS tổng hợp*

FMC là một trong số ít doanh nghiệp tôm Việt Nam đẩy mạnh việc khép kín chuỗi giá trị từ khâu nuôi trồng tôm nguyên liệu, chế biến và xuất khẩu tôm thành phẩm. Ở đầu vào, FMC chú trọng mở rộng vùng nuôi tôm đạt chuẩn ASC, BAP để tăng nguồn cung tôm chất lượng cao phục vụ phân khúc tôm cao cấp, và doanh nghiệp hiện đang sở hữu vùng nuôi đạt chuẩn ASC, BAP lớn nhất cả nước với diện tích hơn 520 ha tính đến đầu năm 2023.

Ở đầu ra, FMC tập trung sản xuất các sản phẩm tôm chế biến sâu, là thế mạnh của ngành tôm Việt Nam nhằm tăng khả năng cạnh tranh với tôm giá rẻ từ Ấn Độ và Ecuador. Ngoài ra từ cuối năm 2021, FMC được đối tác C.P hỗ trợ cung ứng nguồn con giống và thức ăn chăn nuôi chất lượng cao để phục vụ cho các vùng nuôi của mình. Chi tiết như sau:



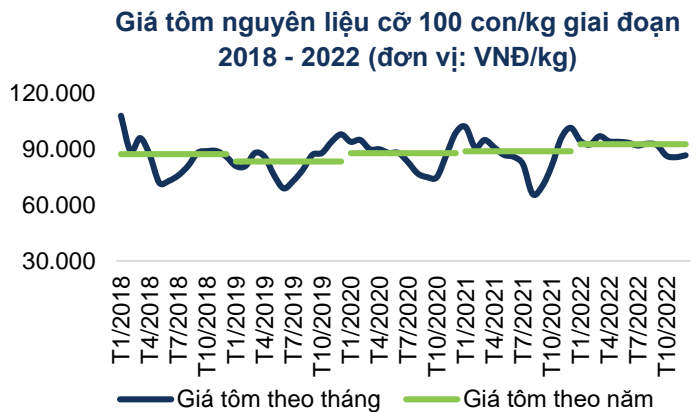
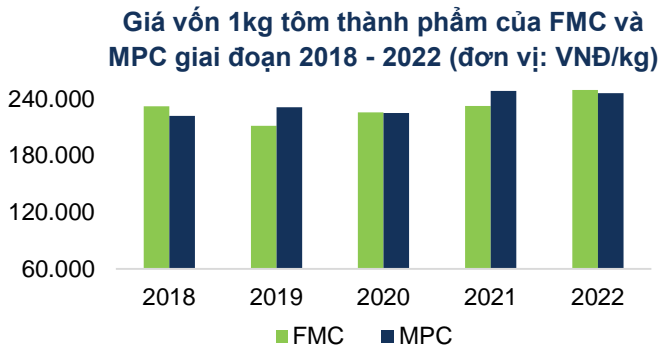
### 1.1. Đầu vào: FMC đẩy mạnh mở rộng vùng nuôi tôm nguyên liệu đạt chuẩn ASC, BAP từ năm 2018 để tăng nguồn cung tôm chất lượng cao cho các nhà máy chế biến



Nguồn: FMC, FPTS tổng hợp

Tính đến T6/2023, FMC đang sở hữu hơn 520 ha vùng nuôi tôm nguyên liệu, tương ứng tỷ lệ tự chủ đầu vào đạt 30%, tăng gấp ba lần so với năm 2018 là 10%. Đánh giá hiệu quả mở rộng vùng nuôi của FMC, chúng tôi cho rằng việc chú trọng mở rộng vùng nuôi mới đạt chuẩn ASC, BAP sẽ là lợi thế giúp FMC có thể tiếp cận các kênh tiêu thụ tôm cao cấp. Tuy nhiên về mặt tiết kiệm chi phí, chúng tôi đánh giá lợi ích này còn tương đối hạn chế do hiệu quả tự nuôi của FMC có sự biến động lớn giữa các năm, và phần lớn tôm nguyên liệu vẫn phải mua ngoài. Chi tiết như sau:

#### ➤ Hiệu quả giảm giá thành tôm nguyên liệu từ tự chủ vùng nuôi của FMC còn hạn chế



Nguồn: FMC, MPC, Agromonitor, FPTS tổng hợp và ước tính

Do đặc thù nuôi tôm phụ thuộc nhiều vào thời tiết và dễ bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh, hiệu quả nuôi tôm của FMC không ổn định mỗi năm. So với doanh nghiệp đầu ngành MPC (tự chủ khoảng 10%) trong giai đoạn 2018 - 2022, giá vốn bình quân 1kg tôm thành phẩm của FMC thấp hơn khoảng 7% trong hai năm 2019 và 2021 nhờ tình hình thời tiết thuận lợi giúp FMC nuôi tôm thành công. Tuy nhiên, giá vốn 1kg tôm thành phẩm của hai doanh nghiệp gần như không khác biệt trong hai năm 2020 và 2022 do thời tiết kém thuận lợi và dịch bệnh bùng phát khiến tôm nuôi của FMC bị chết nhiều.

Mặc dù nhận được sự hỗ trợ thức ăn chăn nuôi và con giống của C.P từ năm 2022, FMC chia sẻ lợi ích chủ yếu nằm ở việc chất lượng giống được đảm bảo cao nhất nhờ FMC được đặt hàng trực tiếp với các trại giống của C.P về nguồn con giống có hình thái và kích cỡ phù hợp với quy trình nuôi của doanh nghiệp. Tuy nhiên, giá bán con giống và thức ăn chăn nuôi thì C.P không phân biệt giữa FMC và các nhà phân phối khác trên thị trường nên chúng tôi cho rằng hiệu quả giảm giá vốn của FMC vẫn sẽ phụ thuộc lớn vào tình hình thời tiết và dịch bệnh mỗi năm.

Do hiệu quả giảm chi phí từ tự nuôi còn hạn chế và phần lớn tôm nguyên liệu vẫn phải mua ngoài, giá vốn bình quân 1kg tôm thành phẩm của FMC có xu hướng tăng khoảng 5% mỗi năm trong giai đoạn 2019 - 2022 theo diễn biến giá tôm nguyên liệu tăng trên thị trường, là kết quả của tình hình thời tiết kém thuận lợi khiến tôm chết nhiều và chi phí thức ăn chăn nuôi tăng.

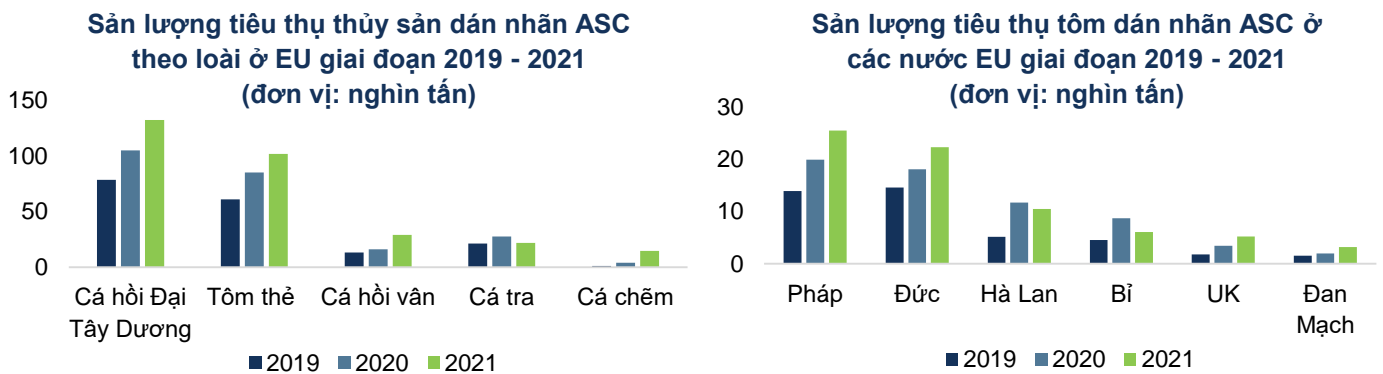
#### ➤ FMC đưa vào vận hành 200 ha diện tích vùng nuôi mới đạt chuẩn ASC, BAP từ T6/2023, giúp tăng gấp đôi công suất nuôi tôm chất lượng cao lên 15.000 tấn/năm

Nhờ việc mua lại công ty TNHH Vĩnh Thuận vào cuối năm 2022, FMC mở rộng thêm 200 ha diện tích vùng nuôi mới đạt chuẩn ASC, BAP, nâng tổng công suất nuôi tôm chất lượng cao lên mức 15.000 tấn/năm từ năm 2023 so với mức 8.000 tấn/năm trong giai đoạn trước. Trong năm 2023, FMC dự kiến sẽ khai thác khoảng 10.000 tấn

(tương ứng khoảng 65% tổng công suất) do điều kiện thời tiết chưa thuận lợi và doanh nghiệp kỳ vọng sẽ khai thác toàn bộ công suất vùng nuôi từ năm 2024 khi tình hình thời tiết thuận lợi hơn.

Theo chia sẻ từ FMC, 200 ha vùng nuôi mới đạt chứng nhận nuôi trồng bền vững ASC, BAP sẽ giúp FMC giải quyết vấn đề thiếu hụt nguồn cung tôm chất lượng cao của doanh nghiệp, là điều kiện để (1) mở rộng phân khúc tôm đông lạnh và tôm chế biến cao cấp, tập trung ở thị trường EU, đồng thời (2) hạn chế cạnh tranh với tôm Ecuador và Ấn Độ do tôm từ các nước này chủ yếu mạnh về giá rẻ với chất lượng trung bình. Trong thời gian tới, FMC kế hoạch sẽ tiếp tục mở rộng vùng nuôi mới đạt chuẩn ASC, BAP, tuy nhiên tiến độ mở rộng có thể mất nhiều thời gian do FMC cần phải mua gom đất canh tác để đạt diện tích đủ lớn để cơ giới hóa, đồng thời đảm bảo giá mua không bị tăng quá cao trong quá trình thu mua.

Chúng tôi đánh giá tích cực nguồn cung tôm tăng lên từ vùng nuôi mới sẽ là động lực giúp FMC đẩy mạnh xuất khẩu sang EU vì nhu cầu tôm đạt chuẩn ASC, BAP ở EU bắt đầu tăng nhanh kể từ năm 2019. Theo số liệu của Hội đồng Quản lý nuôi trồng Thủy sản ASC tại triển lãm Vietfish 2022, sản lượng tiêu thụ tôm đạt chuẩn ASC ở EU tăng trưởng nhanh với tốc độ CAGR = 30%/năm trong giai đoạn 2019 - 2021 do ảnh hưởng của dịch Covid đã thúc đẩy người tiêu dùng chuyển sang lựa chọn các sản phẩm tôm an toàn, có nguồn gốc rõ ràng và sản xuất bền vững. Cụ thể, sản lượng tiêu thụ tôm ASC đã tăng lên hơn 100 nghìn tấn trong năm 2021, chiếm khoảng 34% tổng sản lượng tôm nhập khẩu vào EU cùng năm.



Nguồn: ASC, Triển lãm quốc tế Vietfish 2022, FPTS tổng hợp

## 1.2. Sản xuất: FMC tăng gấp đôi công suất chế biến lên mức 41.000 tấn/năm từ năm 2023 nhờ việc đưa vào vận hành hai nhà máy mới

Tính đến T6/2023, FMC đang vận hành 6 nhà máy chế biến với tổng công suất thiết kế đạt khoảng 41.000 tấn thành phẩm/năm, trong đó 2 nhà máy mới là Tam An và Sao Ta 2 được FMC đưa vào vận hành lần lượt từ giữa năm 2022 và đầu năm 2023 giúp tổng công suất nhà máy của FMC tăng lên gần 2 lần. Theo chia sẻ từ FMC, nhà máy Tam An với chức năng nghiên cứu và sản xuất các sản phẩm tôm chế biến mới sẽ được FMC tập trung để phát triển thị trường Nhật Bản với nhu cầu tôm chế biến tăng nhanh từ tập khách hàng lớn của mình. Đối với nhà máy Sao Ta 2, FMC tập trung sản xuất các sản phẩm tôm chế biến và đông lạnh cao cấp phục vụ thị trường EU nhờ nguồn tôm nguyên liệu đạt chuẩn ASC, BAP tăng lên của doanh nghiệp.

Sản phẩm tôm từ các nhà máy của FMC tương đối đa dạng, bao gồm các sản phẩm tôm đông lạnh thông thường (tôm IQF, tôm ép duỗi) và tôm chế biến (tôm hấp, tôm tẩm bột, tôm chiên). So với các doanh nghiệp tôm khác, FMC có lợi thế cạnh tranh về chế biến các sản phẩm tôm chiên (tôm tempura và nông thủy sản phối chế chiên<sup>5</sup>) nhờ kỹ thuật chiên các thành phần vừa chín tới, bột bao quanh tôm nở đều, ngả màu vàng đẹp mắt và không bị khô cứng khi để nguội. Đối với tôm đông lạnh, FMC chia sẻ cơ cấu phân khúc này đang tăng dần các sản phẩm tôm đạt tiêu chuẩn ASC, BAP để tăng khả năng cạnh tranh với tôm đông lạnh giá rẻ từ Ấn Độ và Ecuador.

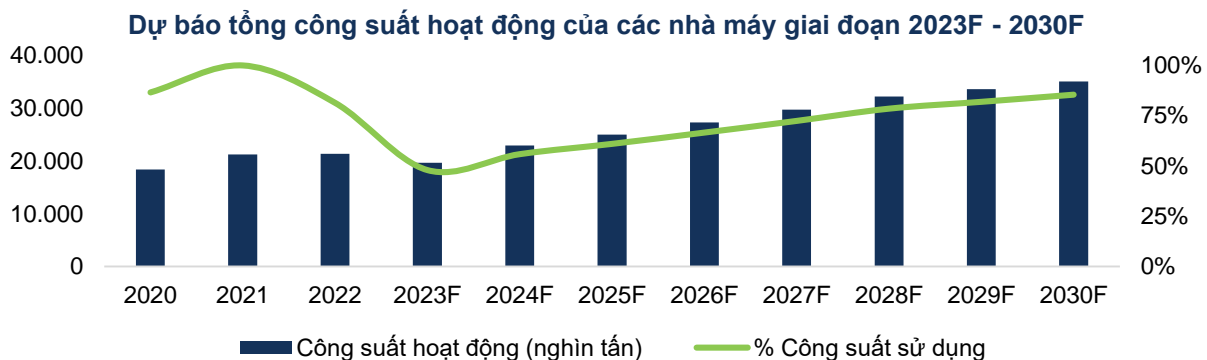
<sup>5</sup> Nông thủy sản phối chế chiên là sản phẩm kết hợp giữa sản phẩm rau củ chế biến từ nhà máy An San và sản phẩm tôm chế biến từ các nhà máy khác, sản phẩm này chủ yếu được FMC phục vụ nhu cầu từ thị trường Nhật Bản.

**Thông tin các nhà máy của FMC**

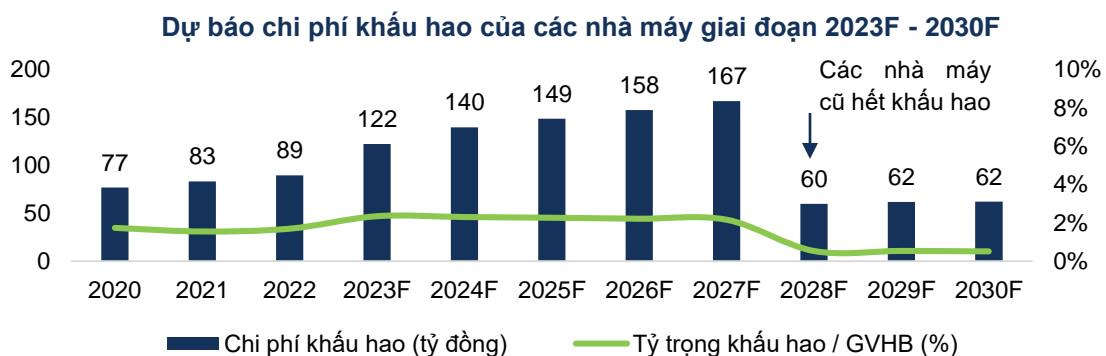
Nhà máy	Các sản phẩm chính	Công suất thiết kế (tấn thành phẩm/năm)	Công suất vận hành (tấn thành phẩm/năm)
Nam An	Tôm block, tôm duỗi, tôm IQF, tôm tẩm bột và tôm chiên	12.500	Tối đa từ năm 2022
Sao Ta 1	Tôm block, tôm IQF và tôm duỗi	3.750	Tối đa từ năm 2022
Tin An	Tôm tẩm bột, tempura và tôm chiên	2.500	Tối đa từ năm 2022
An San	Rau củ quả phối chế và kakiage	2.500	Đạt 75% trong năm 2022
Tam An	Các sản phẩm tôm chế biến mới	5.000	Vận hành từ Q3/2022
Sao Ta 2	Tôm duỗi, tôm IQF (tươi, luộc)	15.000	Vận hành từ Q1/2023

Nguồn: FMC, FPTS tổng hợp

Trong năm 2023, chúng tôi ước tính tổng công suất sử dụng các nhà máy của FMC sẽ chưa mở rộng đáng kể, đạt khoảng 48% do (1) các nhà máy mới đang trong giai đoạn đầu chạy thử nghiệm và cần thời gian để khách hàng kiểm định chất lượng, và (2) điều kiện thị trường năm 2023 kém thuận lợi. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tổng công suất sử dụng sẽ bắt đầu tăng nhanh trong giai đoạn 2024F - 2028F nhờ nhu cầu tôm toàn cầu dần phục hồi, và triển vọng mở rộng tích cực của FMC ở thị trường Nhật Bản nhờ nhu cầu tôm chế biến tăng nhanh và thị trường EU nhờ lợi thế nguồn tôm đạt chuẩn ASC, BAP của doanh nghiệp.



Chúng tôi cũng dự báo chi phí khấu hao của FMC sẽ bắt đầu tăng nhanh trong giai đoạn 2023F - 2027F do hai nhà máy mới đi vào vận hành, và FMC cần bổ sung thêm máy móc, thiết bị để phục vụ quá trình mở rộng công suất. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng chi phí khấu hao tăng lên sẽ không tác động nhiều đến giá vốn hàng bán của FMC mỗi năm do chi phí này chỉ chiếm khoảng 2% trong cơ cấu giá vốn và sự biến động chi phí tôm nguyên liệu đầu vào (chiếm khoảng 85% cơ cấu giá vốn) vẫn sẽ là yếu tố chính tác động đến giá vốn hàng bán mỗi năm của FMC.

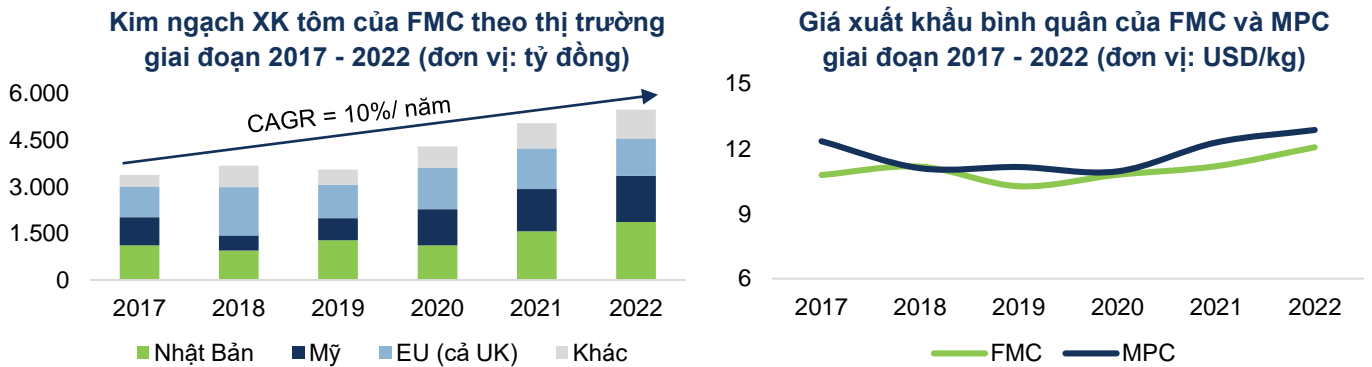


### 1.3. Đầu ra: FMC tập trung xuất khẩu các sản phẩm tôm chế biến sâu sang các thị trường có nhu cầu cao

Trái với kim ngạch xuất khẩu chung của ngành gần như đi ngang trong giai đoạn 2017 - 2022 do phân khúc tôm đông lạnh chịu sự cạnh tranh gay gắt từ các nước xuất khẩu khác, FMC duy trì mức tăng trưởng doanh thu ổn định ở mức 10% mỗi năm trong giai đoạn này với doanh thu đạt 5.488 tỷ đồng năm 2022.

Kết quả này đến từ (1) FMC đẩy mạnh xuất khẩu các sản phẩm tôm chế biến sâu - chiếm bình quân khoảng 60% tổng doanh thu xuất khẩu tôm mỗi năm, (2) linh hoạt chuyển đổi giữa 3 thị trường chủ lực khi có điều kiện thuận lợi ở từng thị trường, và (3) xây dựng chính sách giá bán cạnh tranh so với các doanh nghiệp tôm khác trong ngành.

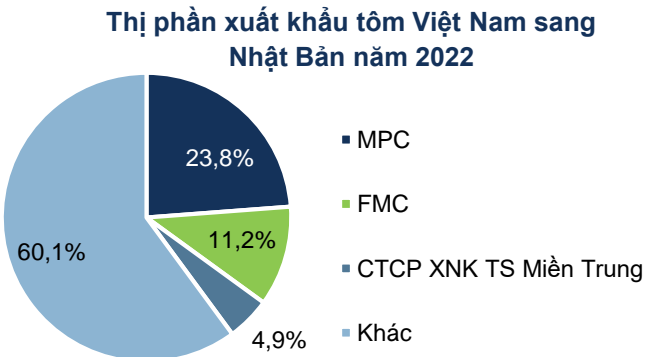
So sánh giá bán của FMC với doanh nghiệp tôm đầu ngành MPC với cơ cấu thị trường và sản phẩm xuất khẩu khá tương đồng, bao gồm Mỹ và Nhật Bản chiếm hơn 50% cơ cấu doanh thu theo thị trường, và tôm chế biến chiếm hơn 50% cơ cấu doanh thu theo sản phẩm mỗi năm, FMC luôn duy trì mức giá xuất khẩu bình quân thấp hơn khoảng 5 - 7% so với MPC trong giai đoạn 2017 - 2022. Chi tiết các thị trường xuất khẩu của FMC như sau:



Nguồn: FMC, MPC, FPTTS tổng hợp và ước tính

#### ➤ Thị trường Nhật Bản: FMC tập trung đẩy mạnh từ năm 2020 nhằm tận dụng lợi thế ưa chuộng tôm chế biến và vị trí địa lý gần

FMC ghi nhận doanh thu thị trường Nhật Bản năm 2022 đạt 1.866 tỷ đồng (+19% YoY), chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu xuất khẩu tôm cùng năm với 34%. Nhật Bản là thị trường có đặc thù ưa chuộng các sản phẩm tôm chế biến sâu nên FMC chủ yếu xuất khẩu sang thị trường này các sản phẩm tôm chế biến chủ lực, bao gồm tôm tẩm bột và các sản phẩm tôm chiên. Nhờ chất lượng sản phẩm cạnh tranh, kết hợp với năng lực đáp ứng đơn hàng ổn định nhờ lợi thế vùng nuôi riêng, FMC sở hữu tập khách hàng lớn tại Nhật Bản và đứng thứ 2 toàn ngành về kim ngạch xuất khẩu sang thị trường này mỗi năm.



Nguồn: VASEP, FPTTS tổng hợp

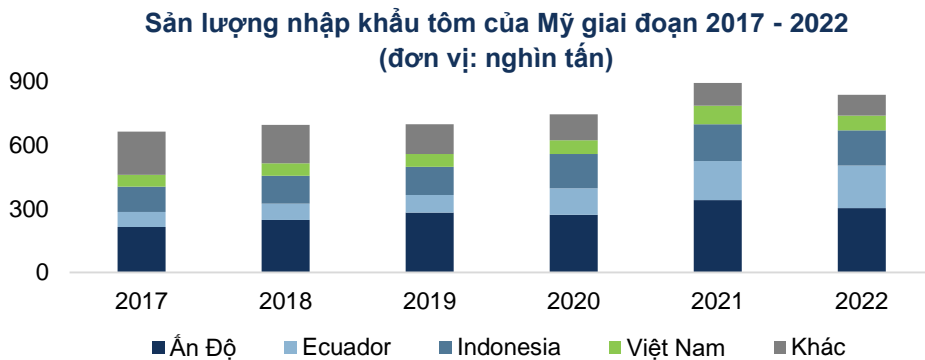
Trong giai đoạn 2020 - 2022, Nhật Bản là thị trường được FMC tập trung đẩy mạnh nhằm tận dụng vị trí địa lý gần để tiết kiệm chi phí vận chuyển tăng cao (đặc biệt ở thị trường Mỹ và EU). Nhờ lợi thế tập khách hàng lớn, kết hợp chính sách giá bán cạnh tranh so với các doanh nghiệp tôm khác, doanh thu xuất khẩu của FMC sang Nhật Bản tăng trưởng nhanh với tốc độ xấp xỉ 30% mỗi năm trong giai đoạn này.

➤ **Thị trường Mỹ: Mức độ cạnh tranh gay gắt, tuy nhiên FMC tận dụng hiệu quả những biến động cung - cầu ngắn hạn từ thị trường để đẩy mạnh xuất khẩu**

FMC ghi nhận doanh thu xuất khẩu sang Mỹ năm 2022 đạt 1.482 tỷ đồng (+9% YoY), đóng góp 27% cơ cấu xuất khẩu tôm cùng năm. Hoạt động xuất khẩu sang Mỹ của FMC phụ thuộc lớn vào (1) mức thuế CBPG mà FMC phải đóng mỗi năm ở thị trường này, và (2) diễn biến nguồn cung tôm từ Ấn Độ và Ecuador.

Theo đó, doanh thu xuất khẩu của FMC tăng trưởng nhanh trong giai đoạn 2019 - 2020 nhờ bối cảnh thị trường thuận lợi, bao gồm mức thuế CBPG giảm về mức 0% và sự kiện tôm tằm bột Trung Quốc bị đánh thuế 25% do chiến tranh thương mại Mỹ - Trung kể từ năm 2019, kết hợp với hoạt động xuất khẩu tôm của Ấn Độ sang Mỹ bị gián đoạn bởi dịch Covid trong năm 2020. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng doanh thu của FMC dần chậm lại trong giai đoạn 2021 - 2022 do nguồn cung tôm từ Ấn Độ phục hồi đã khiến tình trạng cạnh tranh trở nên gay gắt hơn.

Đánh giá khả năng FMC bị tái áp thuế CBPG trong tương lai, chúng tôi cho rằng rủi ro này đối với FMC là không cao do FMC đáp ứng tốt yêu cầu minh bạch nguồn tôm nguyên liệu đầu vào, là điểm yếu của các doanh nghiệp tôm Việt Nam. Điển hình trường hợp của MPC trong giai đoạn 2020 - 2021 bị Bộ Thương mại Mỹ cáo buộc sử dụng tôm nguyên liệu giá rẻ Ấn Độ (bị Mỹ đánh thuế CBPG 10,17% nếu xuất khẩu trực tiếp từ Ấn Độ) để chế biến và xuất khẩu hưởng thuế 0% sang Mỹ. Theo chia sẻ từ FMC, doanh nghiệp chủ yếu sử dụng nguồn tôm nguyên liệu đạt chuẩn ASC, BAP từ các vùng nuôi riêng để chế biến và xuất khẩu sang Mỹ nên vấn đề nguồn gốc được FMC kiểm soát chặt chẽ và đảm bảo tính minh bạch cao.



Nguồn: NOAA, FPTS tổng hợp

**Kết quả đánh thuế CBPG của một số doanh nghiệp tôm Việt Nam trong 4 đợt xem xét gần nhất**

Kỳ xem xét	Giai đoạn	Ngày công bố chính thức	Thuế suất áp dụng			
			FMC	MPC	Stapimex	Toàn quốc <sup>6</sup>
POR 11	2015 - 2016	T2/2017	4,78%	0%	4,78%	25,76%
POR 12	2016 - 2017	T9/2018	4,58%	0%	4,58%	25,76%
POR 13	2017 - 2018	T9/2019	0%	0%	0%	25,76%
POR 17	2021 - 2022	T5/2023	0%	0%	0%	25,76%

Nguồn: Federal Register, FPTS tổng hợp

<sup>6</sup> Mỹ hiện áp dụng hai loại thuế CBPG cho tôm Việt Nam là thuế CBPG chung toàn quốc và thuế CBPG riêng cho từng doanh nghiệp, thuế CBPG được tính trên phần trăm giá trị đơn hàng. Để hưởng mức thuế CBPG riêng, doanh nghiệp phải nộp hồ sơ chứng minh nguồn gốc, chi phí sản xuất và giá bán của mình là hợp lý để Bộ Thương mại Mỹ đánh giá lại mức thuế CBPG mà doanh nghiệp cần đóng. Tính đến T6/2023, Việt Nam là nước chịu thuế CBPG chung toàn quốc cao nhất khi xuất khẩu tôm sang Mỹ so với các nước khác như Ấn Độ (3,76%), Ecuador (0%) và Indonesia (0%).

➤ **Thị trường EU: Triển vọng đẩy mạnh xuất khẩu nhờ vùng nuôi mới đi vào vận hành từ T6/2023**

FMC ghi nhận doanh thu xuất khẩu sang EU năm 2022 đạt 1.207 tỷ đồng (-8% YoY), đóng góp 22% cơ cấu xuất khẩu tôm cùng năm. Hoạt động xuất khẩu sang EU của FMC tăng trưởng mạnh nhất vào năm 2018 với doanh thu đạt hơn 1.550 tỷ đồng nhờ hưởng lợi từ việc tôm Ấn Độ bị tẩy chay ở EU do phát hiện sử dụng chất kháng sinh. Tuy nhiên trong giai đoạn 2019 - 2022, doanh thu xuất khẩu của FMC chỉ đi ngang ở mức 1.200 - 1.300 tỷ đồng mỗi năm, mặc dù hưởng lợi từ hiệp định EVFTA có hiệu lực từ T8/2020.

Theo chia sẻ từ FMC, kết quả này là do (1) sự mở rộng nhanh của tôm giá rẻ Ecuador tại EU đã khiến việc bán hàng của doanh nghiệp gặp khó khăn do cơ cấu sản phẩm xuất khẩu của FMC sang EU chiếm một phần đáng kể là tôm đông lạnh phân khúc phổ thông, và (2) quá trình chuyển đổi sang phân khúc tôm cao cấp còn chậm do phần lớn nguồn tôm đạt chuẩn ASC, BAP từ vùng nuôi riêng được FMC tập trung để phát triển thị trường Mỹ.

Với nguồn tôm nguyên liệu đạt chuẩn ASC, BAP tăng lên nhờ vùng nuôi mới sẽ thu hoạch vụ đầu tiên từ cuối Q3, chúng tôi kỳ vọng doanh thu xuất khẩu sang EU của FMC sẽ bắt đầu ghi nhận sự cải thiện tích cực từ 2H/2023.

➤ **Thị trường khác (Úc và Hàn Quốc): FMC chú trọng mở rộng từ năm 2020 nhằm đa dạng hóa thị trường**

FMC ghi nhận doanh thu năm 2022 đạt 933 tỷ đồng (+15% YoY), đóng góp 17% cơ cấu xuất khẩu tôm cùng năm. Tương tự Nhật Bản, thị trường Úc và Hàn Quốc được FMC quan tâm đẩy mạnh từ năm 2020 nhằm tận dụng lợi thế vị trí địa lý gần và đặc thù ưa chuộng các sản phẩm tôm chế biến sâu, theo đó doanh thu xuất khẩu sang nhóm thị trường này của FMC đã tăng trưởng khoảng 16% mỗi năm trong giai đoạn này.

Theo chia sẻ từ FMC, doanh nghiệp đang trong quá trình xây dựng kênh phân phối tại các thị trường này và đạt kết quả tương đối khả quan. Cụ thể, thị trường Úc đặt ra nhiều yêu cầu khắt khe về an toàn sinh học nhằm tránh lây lan dịch bệnh ngoại lai, nhưng nhờ nguồn tôm dùng để chế biến có nguồn gốc rõ ràng và quy trình chế biến đảm bảo nên FMC có thể đáp ứng tốt các yêu cầu này. Tại Hàn Quốc, đặc thù nhạy cảm về giá nhưng yêu cầu chất lượng phải đảm bảo được FMC đáp ứng bằng các sản phẩm tôm chế biến cỡ nhỏ với giá thành phải chăng.

**2. Cập nhật KQKD nửa đầu năm 2023 và đánh giá triển vọng nửa cuối năm 2023 của FMC**

Trong 1H/2023, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của FMC ghi nhận lần lượt đạt 2.041 tỷ đồng (-25% YoY) và 125 tỷ đồng (-22% YoY). Sự sụt giảm đáng kể của KQKD là do ảnh hưởng của suy thoái kinh tế toàn cầu khiến nhu cầu tiêu thụ tôm suy yếu, và sự cạnh tranh gay gắt với nguồn cung tôm giá rẻ từ Ấn Độ và Ecuador.

Kết quả kinh doanh 1H/2023 của FMC				Cơ cấu doanh thu theo mảng của FMC			
Đơn vị: tỷ đồng	1H/2023	1H/2022	%YoY	Đơn vị: tỷ đồng	1H/2023	1H/2022	% YoY
<b>DT thuần</b>	<b>2.041</b>	<b>2.739</b>	<b>-25%</b>	<b>Mảng tôm</b>	<b>1.954</b>	<b>2.651</b>	<b>-26%</b>
GV hàng bán	-1.873	-2.456	-24%	Nhật Bản	789	820	-4%
<b>LN gộp</b>	<b>168</b>	<b>282</b>	<b>-41%</b>	Mỹ	358	816	-56%
Biên LN gộp	8,2%	10,3%	-2,1 đpt	EU	467	561	-17%
CP bán hàng	-14	-98	-85%	Khác	340	455	-25%
CP QLDN	-36	-35	+3%	<b>Mảng nông sản</b>	<b>87</b>	<b>87</b>	<b>0%</b>
<b>LN từ HĐKD</b>	<b>117</b>	<b>149</b>	<b>-21%</b>	<b>Tổng cộng</b>	<b>2.041</b>	<b>2.739</b>	<b>-25%</b>
DT tài chính	31	35	-11%				
CP tài chính	-21	-23	-11%				
LN khác	0	2	-84%				
<b>LN trước thuế</b>	<b>128</b>	<b>163</b>	<b>-21%</b>				
<b>LN sau thuế</b>	<b>125</b>	<b>161</b>	<b>-22%</b>				

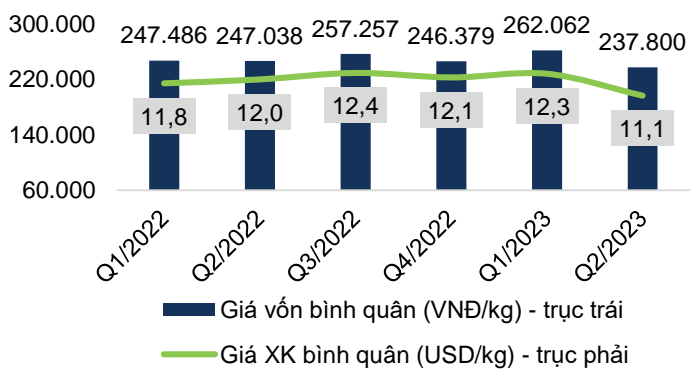
Nguồn: FMC, FPTS tổng hợp và ước tính

Trong các thị trường xuất khẩu của FMC, Nhật Bản ghi nhận sự sụt giảm doanh thu ít nhất (-4% YoY) nhờ doanh nghiệp chủ động giảm giá bán để duy trì xuất khẩu và nền tảng thị trường ít cạnh tranh, trong khi đó thị trường Mỹ có sự sụt giảm lớn nhất (-56% YoY) do tình trạng tồn kho thủy sản lớn và bối cảnh lạm phát cao đã thúc đẩy người tiêu dùng chuyển sang các sản phẩm tôm giá rẻ từ Ấn Độ và Ecuador.

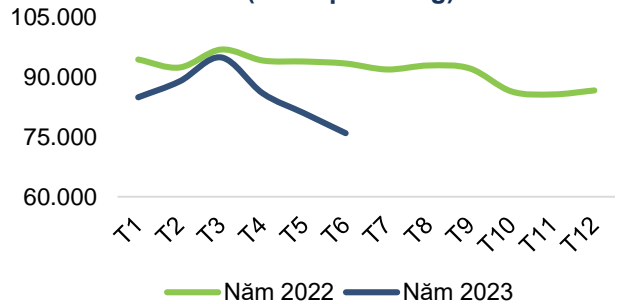
Mặc dù tình hình xuất khẩu toàn ngành kém khả quan trong 1H/2023 đã tạo áp lực giảm giá tôm nguyên liệu trên thị trường, giá vốn bình quân của FMC vẫn duy trì ở mức cao, đạt khoảng 250.000 VNĐ/kg (+1,2% YoY). Kết quả này là do hiệu quả nuôi tôm trong 1H/2023 của FMC kém khả quan do tình hình thời tiết kém thuận lợi, kết hợp hàng tồn kho giá cao còn tồn đọng từ cuối năm 2022. Do giá vốn vẫn duy trì ở mức cao và giá xuất khẩu bình quân sụt giảm 1,5% YoY (đạt khoảng 11,72 USD/kg), biên lợi nhuận gộp của FMC giảm 2,1 đpt YoY, đạt 8,2%.

Một điểm sáng trong kết quả kinh doanh 1H/2023 của FMC là sự sụt giảm mạnh của chi phí bán hàng (-85% YoY) do chi phí vận chuyển giảm mạnh. Kết quả này đến từ cơ cấu thị trường thay đổi theo hướng tăng tỷ trọng thị trường Nhật Bản và giảm thị trường Mỹ, kết hợp giá cước vận chuyển giảm về mức trước dịch Covid-19, nhờ đó giúp hạn chế mức giảm của lợi nhuận sau thuế, đạt 125 tỷ đồng (-22% YoY).

**Giá XK và giá vốn bình quân theo quý của FMC**



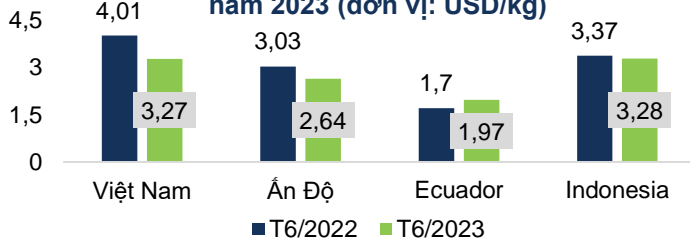
**Giá tôm nguyên liệu cỡ 100 con/kg theo tháng giai đoạn 2022 - T6/2023 (đơn vị: VNĐ/kg)**



Nguồn: FMC, Agromonitor, FPTTS tổng hợp và ước tính

**Đánh giá triển vọng nửa cuối năm 2023**, chúng tôi kỳ vọng KQKD của FMC sẽ bắt đầu ghi nhận sự phục hồi với doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế trong 2H/2023 dự phóng lần lượt đạt 2.868 tỷ đồng (-3% YoY) và 223 tỷ đồng (+39% YoY). Dự phóng này dựa trên kỳ vọng (1) bối cảnh cung - cầu tôm toàn cầu diễn biến theo hướng thuận lợi hơn trong 2H/2023, (2) doanh thu từ thị trường EU cải thiện tích cực nhờ nguồn tôm đạt chuẩn ASC tăng lên từ cuối Q3 do vùng nuôi mới bước vào mùa thu hoạch, và (3) chi phí tôm nguyên liệu của FMC giảm mạnh do doanh nghiệp đẩy mạnh tích trữ tôm nguyên liệu giá rẻ từ cuối Q2/2023. Cụ thể, chúng tôi quan sát thấy giá trị hàng tồn kho của FMC vào cuối Q2 ghi nhận đạt 1.286 tỷ đồng, tăng đáng kể so với giá trị ghi nhận vào thời điểm cuối Q1 là 825 tỷ đồng.

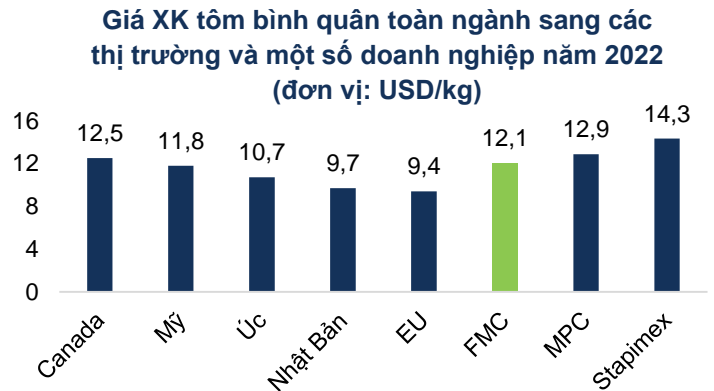
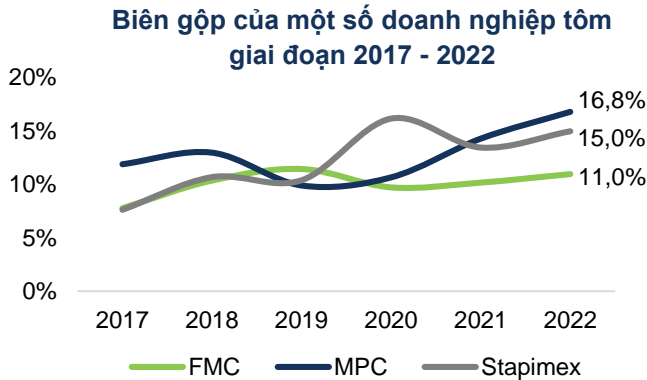
**So sánh giá tôm nguyên liệu cỡ 100 con/kg ở các nước tại thời điểm T6 năm 2022 và năm 2023 (đơn vị: USD/kg)**



Nguồn: Agromonitor, FPTTS tổng hợp

Về nguồn cung tôm toàn cầu, VASEP dự báo nguồn cung tôm toàn cầu sẽ thắt chặt trong 2H/2023 do khoảng 30 - 50% hộ nuôi tôm ở Ấn Độ đã bắt đầu treo ao từ cuối Q2/2023 do tình hình xuất khẩu kém khả quan đã tạo áp lực khiến giá tôm nguyên liệu tại nước này giảm mạnh, và tình trạng tương tự cũng diễn ra ở Việt Nam. Đối với Ecuador và Indonesia, vì vụ thu hoạch chính đã diễn ra trong nửa đầu năm nên nguồn cung tôm từ hai nước này kỳ vọng sẽ chậm lại trong nửa cuối năm 2023.

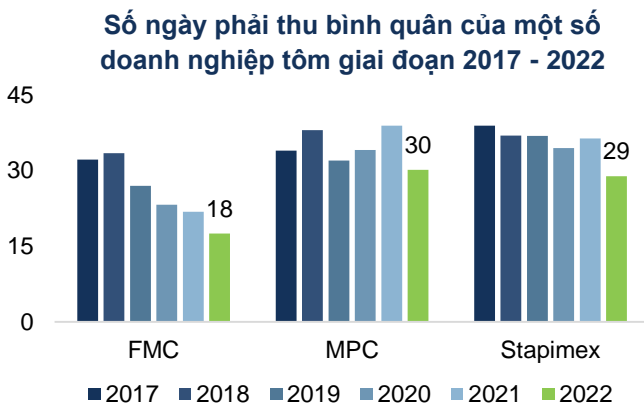
Đối với nhu cầu tôm toàn cầu, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tôm sẽ dần phục hồi tích cực trong 2H/2023 nhờ tình trạng tồn kho thủy sản tại các thị trường đã giảm dần từ Q2/2023, và nhu cầu tiêu thụ thủy sản kỳ vọng tăng cao trong mùa lễ hội cuối năm.

**IV. PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH**
**1. Biên lợi nhuận gộp của FMC ổn định quanh mức 11% trong giai đoạn 2020 - 2022**


*Nguồn: Bộ Công Thương, Báo cáo các công ty, FPTTS tổng hợp và ước tính*

Do hiệu quả tiết kiệm chi phí từ việc tự nuôi còn hạn chế, biên gộp của FMC chịu tác động kép từ sự thay đổi giá xuất khẩu bình quân và giá tôm nguyên liệu mua ngoài mỗi năm. Trong giai đoạn 2020 - 2022, biên gộp của FMC duy trì ổn định quanh mức 11%. Kết quả này là do giá bán bình quân của FMC chỉ điều chỉnh tăng nhẹ mỗi năm để bù đắp chi phí tôm nguyên liệu đầu vào tăng, đồng thời duy trì mức giá bán cạnh tranh trong giai đoạn này.

So với các doanh nghiệp tôm khác, FMC thường ghi nhận biên gộp thấp hơn, đặc biệt trong giai đoạn 2020 - 2022. Kết quả này là do (1) chi phí tôm nguyên liệu giữa các doanh nghiệp tôm chưa có sự khác biệt đáng kể do hiệu quả tự nuôi trồng còn hạn chế và phần lớn vẫn phải mua ngoài, và (2) giá xuất khẩu bình quân của FMC duy trì thấp hơn khoảng 7% so với MPC và 15% so với Stapimex do chính sách giá bán cạnh tranh và đặc thù thị trường của FMC có giá xuất khẩu bình quân thấp hơn so với Stapimex (chỉ tập trung thị trường Mỹ).

**2. Hiệu quả quản trị khoản phải thu cải thiện tích cực trong giai đoạn 2017 - 2022**


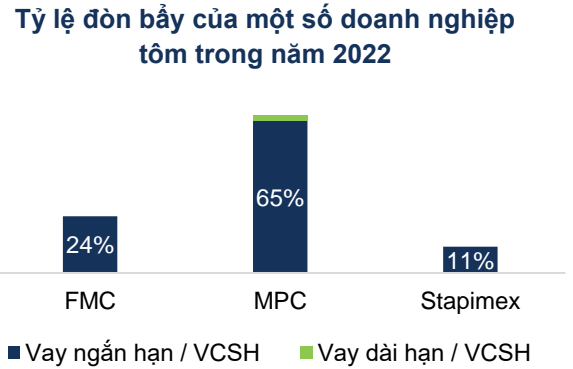
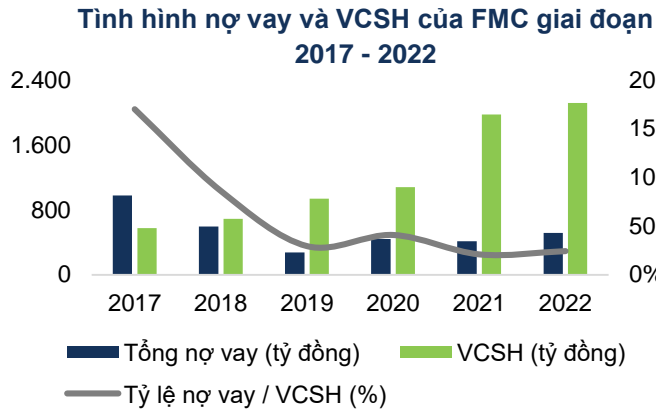
*Nguồn: Báo cáo các công ty, FPTTS tổng hợp*

Số ngày phải thu bình quân của FMC liên tục ghi nhận sự cải thiện trong giai đoạn 2017 - 2022, đạt mức 18 ngày trong năm 2022. Kết quả này là nhờ (1) FMC linh hoạt xuất khẩu các sản phẩm tôm có lợi thế cạnh tranh tốt sang các thị trường có nhu cầu cao, nhờ đó giúp FMC tăng khả năng đàm phán như thị trường Mỹ trong giai đoạn 2019 - 2020 bị thiếu hụt các sản phẩm tôm tằm bột và tôm đông lạnh, đồng thời (2) thực hiện hiệu quả chính sách giá bán cạnh tranh nhưng siết chặt thời gian thanh toán.

So với các doanh nghiệp khác trong ngành, FMC hiện có số ngày phải thu thấp nhất.



### 3. Tỷ lệ đòn bẩy duy trì ở mức thấp do FMC tăng cường sử dụng nguồn vốn tự có để tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh



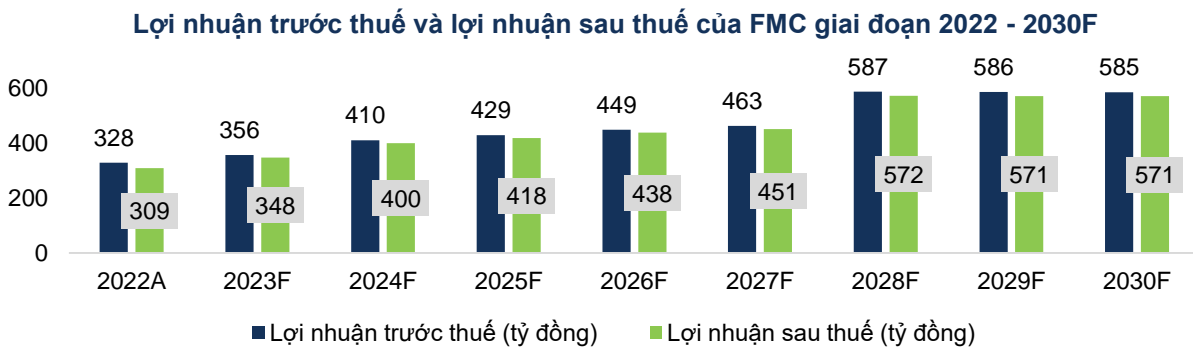
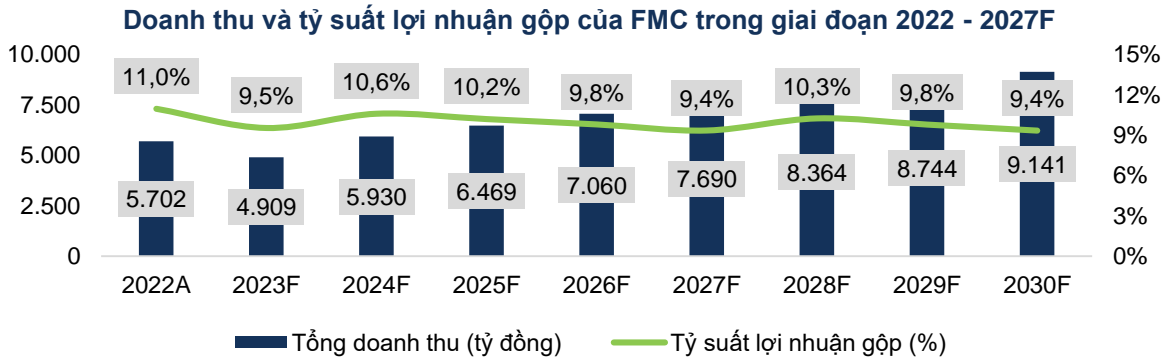
*Nguồn: Báo cáo các công ty, FPTS tổng hợp*

Tỷ lệ tổng nợ vay / VCSH của FMC ghi nhận sự cải thiện tích cực trong giai đoạn 2017 - 2022, đạt mức 24% trong năm 2022, là mức thấp so với các doanh nghiệp khác trong ngành.

Kết quả này là nhờ FMC hạn chế sử dụng nợ ngắn hạn và tăng cường sử dụng nguồn vốn tự có để tài trợ nhu cầu vốn lưu động trong năm. Đối với các dự án mở rộng vùng nuôi và xây dựng nhà máy mới yêu cầu nguồn vốn lớn, FMC không vay nợ dài hạn từ ngân hàng, thay vào đó doanh nghiệp tự tài trợ thông qua các đợt tăng vốn. Cụ thể, FMC tăng vốn 210 tỷ đồng trong năm 2019 thông qua chào bán cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu, và hơn 680 tỷ đồng trong năm 2021 thông qua chào bán cho cổ đông hiện hữu và chào bán riêng lẻ cho đối tác C.P VN.

**VI. TỔNG HỢP KẾT QUẢ DỰ PHÓNG**

Dựa trên những phân tích về tình hình ngành tôm Việt Nam, hoạt động kinh doanh và tài chính của doanh nghiệp, chúng tôi tiến hành dự phóng kết quả kinh doanh của FMC giai đoạn 2023F - 2030F với các giả định sau:


**Chỉ tiêu**
**Giả định**
**Tổng doanh thu**

- Mảng chế biến tôm:** Chúng tôi dự báo doanh thu mảng này giảm 14% trong năm 2023 do nhu cầu tôm tại các thị trường chủ lực suy yếu do ảnh hưởng của suy thoái kinh tế toàn cầu. Cụ thể, chúng tôi dự phóng doanh thu thị trường Nhật Bản, EU, Mỹ và nhóm thị trường khác có mức tăng trưởng lần lượt đạt -2%, -6%, -37% và -14%.

Giai đoạn 2024F - 2028F, chúng tôi dự báo doanh thu mảng tăng trưởng ổn định với tốc độ bình quân 11%/năm, chủ yếu do nhu cầu tiêu thụ tại các thị trường dần phục hồi và công suất tăng lên từ các nhà máy mới giúp FMC có thể tăng số lượng đơn hàng. Cụ thể, thị trường EU có tốc độ tăng trưởng cao nhất, đạt 13%/năm nhờ lợi thế nguồn tôm đạt chuẩn ASC tăng lên. Thị trường Nhật Bản và nhóm thị trường khác (Úc và Hàn Quốc) ghi nhận tốc độ tăng trưởng 12%/năm nhờ đặc thù thị trường ít cạnh tranh, kết hợp chính sách giá bán cạnh tranh giúp FMC mở rộng thị trường. Thị trường Mỹ có tốc độ tăng trưởng thấp nhất, đạt 9%/năm do bối cảnh cạnh tranh cao ở thị trường này, tuy nhiên vẫn có triển vọng mở rộng ở phân khúc tôm cao cấp nhờ nguồn tôm đạt chuẩn ASC, BAP tăng lên của FMC.

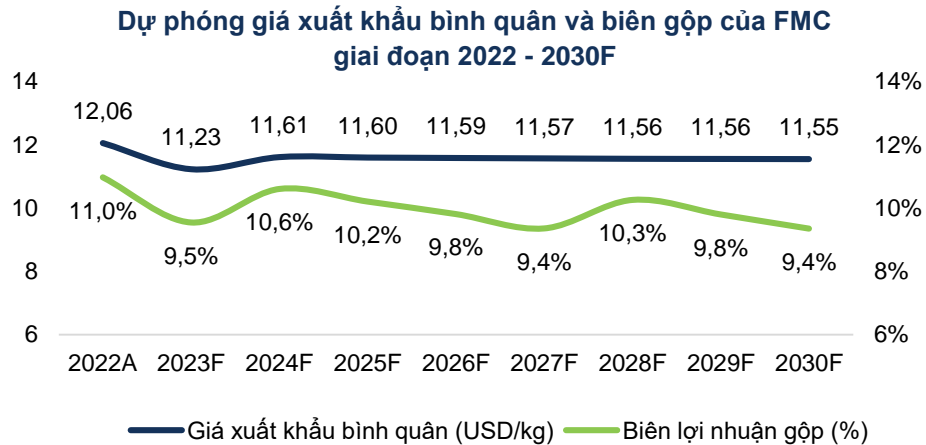
Giai đoạn 2029F - 2030F, chúng tôi dự báo doanh thu mảng tăng trưởng chậm lại, đạt khoảng 5%/năm chủ yếu do công suất nhà máy Sao Ta 2 đạt tối đa và công suất vùng nuôi mới đạt tối đa khiến hoạt động xuất khẩu sang EU của FMC tăng chậm lại.

- Mảng nông sản:** Chúng tôi dự báo doanh thu mảng đi ngang trong năm 2023 do nhu cầu vẫn duy trì từ thị trường Nhật Bản. Giai đoạn 2024F - 2027F, doanh thu mảng tăng trưởng khoảng 11%/năm nhờ triển vọng mở rộng ở thị trường Nhật Bản do xuất khẩu đi kèm với các sản phẩm tôm của FMC sang thị trường này. Giai đoạn 2029F - 2030F, chúng tôi dự báo doanh thu mảng tăng trưởng 2%/năm do nhà máy An San đã hoạt động tối đa công suất.

Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp năm 2023 đạt 9,5%, giảm 1,5 đpt YoY chủ yếu do giá xuất khẩu bình quân của FMC giảm 7% YoY, tuy nhiên được bù đắp một phần nhờ giá vốn tôm thành phẩm điều chỉnh giảm 5% YoY.

Năm 2024F, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp cải thiện lên mức 10,6% do giá xuất khẩu của FMC dự báo tăng khoảng 3%, tuy nhiên lợi ích này bị giảm đi một phần do giá vốn tôm thành phẩm cũng điều chỉnh tăng 2% YoY.

Giai đoạn 2025F - 2030F, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp có xu hướng giảm chủ yếu do tỷ trọng tăng lên của thị trường EU với giá xuất khẩu thấp hơn, trong khi giá vốn tôm thành phẩm vẫn duy trì ở mức ổn định. Chúng tôi lưu ý rằng biên lợi nhuận gộp tăng đột biến trong năm 2028 là do chúng tôi dự báo các nhà máy cũ của FMC sẽ hết khấu hao trong năm này, nhờ đó giúp giảm nhẹ giá vốn tôm thành phẩm.

**Biên lợi  
nhuận gộp**

**Lợi nhuận  
trước thuế**

Chúng tôi dự báo lợi nhuận trước thuế năm 2023 đạt 356 tỷ đồng, tăng trưởng 9% YoY, dựa trên giả định chi phí bán hàng, chi phí quản lý doanh nghiệp, doanh thu tài chính, chi phí tài chính chiếm lần lượt 1,5%; 1,4%; 1,4% và 0,7% tổng doanh thu.

Giai đoạn 2024F - 2030F, chúng tôi điều chỉnh tăng chi phí quản lý doanh nghiệp lên 3% do kỳ vọng chi phí vận chuyển tăng và giữ nguyên những giả định còn lại. Chúng tôi lưu ý rằng lợi nhuận trước thuế tăng đáng kể trong năm 2028 là do chúng tôi dự báo các nhà máy cũ của FMC sẽ hết khấu hao trong năm này.

**Lợi nhuận  
sau thuế**

Chúng tôi dự báo lợi nhuận sau thuế năm 2023 đạt 348 tỷ đồng, tăng trưởng 8% YoY, dựa trên giả định thuế suất thu nhập doanh nghiệp là 2%. Giai đoạn 2024F - 2030F, chúng tôi giữ nguyên giả định này.

**VII. TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ**

Chúng tôi tiến hành định giá FMC bằng cách sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền. Giá trị cổ phiếu FMC theo các phương pháp có mức bình quân là **57.300 VNĐ/cp**, cao hơn 19% so với mức giá đóng cửa ngày 24/07/2023. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho mục tiêu trung và dài hạn.

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	57.200	50%
2	Chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE)	57.300	50%
<b>Bình quân các phương pháp (VNĐ/cp)</b>		<b>57.300</b>	

**➤ Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền**

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2023	11,2%	Phần bù rủi ro	11,46%
Chi phí sử dụng nợ	4,2%	Hệ số Beta	0,84
Chi phí sử dụng vốn	12,1%	Tăng trưởng dài hạn	1,5%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	2,5%	Thời gian dự phóng	10 năm

**➤ Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền**

<b>Tổng hợp định giá FCFF</b>		<b>Giá trị</b>
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VNĐ)		3.852.835
(+) Tiền mặt (triệu VNĐ)		585.329
(+) Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn (triệu VNĐ)		11.069
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)		515.492
(-) Lợi ích cổ đông không kiểm soát (triệu VNĐ)		192.119
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)		3.741.622
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cp)		65,39
<b>Giá mục tiêu (VNĐ/cp)</b>		<b>57.200</b>
<b>Tổng hợp định giá FCFE</b>		<b>Giá trị</b>
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)		3.749.619
<b>Giá mục tiêu (VNĐ/cp)</b>		<b>57.300</b>

**VIII. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH**
*Đơn vị: tỷ đồng*

HĐKD	2021A	2022A	2023F	2024F	CĐKT	2021A	2022A	2023F	2024F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>5.199</b>	<b>5.702</b>	<b>4.909</b>	<b>5.930</b>	<b>Tài sản</b>				
- Giá vốn hàng bán	(4.670)	(5.076)	(4.440)	(5.301)	+ Tiền và tương đương	770	585	647	875
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>529</b>	<b>626</b>	<b>468</b>	<b>629</b>	+ Đầu tư TC ngắn hạn	25	11	11	11
- Chi phí bán hàng	(197)	(226)	(74)	(180)	+ Các khoản phải thu	377	280	315	373
- Chi phí quản lý DN	(67)	(93)	(69)	(83)	+ Hàng tồn kho	941	929	784	936
<b>Lợi nhuận thuần HĐKD</b>	<b>265</b>	<b>307</b>	<b>326</b>	<b>365</b>	+ Tài sản ngắn hạn khác	38	72	46	46
- (Lỗ) / Lãi HĐTC	35	34	47	58	<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>2.150</b>	<b>1.877</b>	<b>1.804</b>	<b>2.242</b>
- Lợi nhuận khác	3	5	0	0	+ Nguyên giá TSCĐHH	835	1.134	1.395	1.424
<b>LN trước thuế, lãi vay</b>	<b>303</b>	<b>346</b>	<b>373</b>	<b>423</b>	+ Khấu hao lũy kế	573	718	668	772
- Chi phí lãi vay	(14)	(17)	(16)	(13)	+ Giá trị còn lại TSCĐHH	262	416	727	652
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>289</b>	<b>328</b>	<b>356</b>	<b>410</b>	+ Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
- Thuế TNDN	(2)	(7)	(9)	(10)	+ Tài sản dài hạn khác	99	250	250	250
- Phần lãi / (lỗ) từ công ty liên kết	0	0	0	0	+ Xây dựng CBDD	188	446	111	105
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>287</b>	<b>321</b>	<b>348</b>	<b>400</b>	<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>550</b>	<b>1.112</b>	<b>1.088</b>	<b>1.008</b>
- Lợi ích cổ đông thiểu số	(20)	(12)	0	0	<b>Tổng tài sản</b>	<b>2.700</b>	<b>2.989</b>	<b>2.892</b>	<b>3.250</b>
<b>LNST công ty mẹ</b>	<b>267</b>	<b>309</b>	<b>348</b>	<b>400</b>	<b>Nợ &amp; Vốn chủ sở hữu</b>				
<b>EPS (đồng)</b>	<b>4.084</b>	<b>4.726</b>	<b>5.318</b>	<b>6.112</b>	+ Phải trả người bán	98	83	68	81
<b>EBITDA</b>	<b>387</b>	<b>435</b>	<b>495</b>	<b>562</b>	+ Vay và nợ ngắn hạn	415	515	269	345
Khấu hao	83	89	122	140	+ Nợ ngắn hạn khác	200	264	212	212
Tăng trưởng doanh thu	18%	10%	-14%	21%	<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>713</b>	<b>863</b>	<b>549</b>	<b>638</b>
Tăng trưởng LN HĐKD	18%	16%	6%	12%	+ Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0
Tăng trưởng EBIT	21%	14%	8%	13%	+ Phải trả dài hạn khác	10	10	10	10
Tăng trưởng EPS	18%	16%	13%	15%	<b>Nợ dài hạn</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>
<b>Chỉ số khả năng sinh lời</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>Tổng nợ</b>	<b>723</b>	<b>873</b>	<b>559</b>	<b>648</b>
Tỷ suất lợi nhuận gộp	10%	11%	10%	11%	+ Thặng dư	594	594	594	594
Tỷ suất LNST	6%	6%	7%	7%	+ Vốn điều lệ	654	654	654	654
ROE DuPont	20%	17%	17%	18%	+ Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
ROA DuPont	13%	11%	12%	13%	+ LN chưa phân phối	534	676	893	1.162
Tỷ suất EBIT / doanh thu	6%	6%	8%	7%	<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.782</b>	<b>1.924</b>	<b>2.141</b>	<b>2.410</b>
LNST / LNNT	99%	98%	98%	98%	Lợi ích cổ đông thiểu số	195	192	192	192
LNNT / EBIT	95%	95%	96%	97%	<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>2.700</b>	<b>2.989</b>	<b>2.892</b>	<b>3.250</b>
Vòng quay tổng tài sản	236%	200%	167%	193%	<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
Đòn bẩy tài chính	154%	154%	145%	135%	<b>Tiền đầu năm</b>	<b>268</b>	<b>770</b>	<b>585</b>	<b>647</b>
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>275</b>	<b>324</b>	<b>348</b>	<b>400</b>
Số ngày phải thu	22	15	21	21	+ Khấu hao	83	89	122	140
Số ngày tồn kho	56	74	64	64	+ Điều chỉnh	(54)	(26)	(30)	(37)
					+ Thay đổi vốn lưu động	(126)	48	68	(197)

Số ngày phải trả	5	8	6	6	<b>Tiền từ HĐKD</b>	<b>178</b>	<b>435</b>	<b>507</b>	<b>305</b>
Thời gian luân chuyển tiền	73	81	80	80	+ Thanh lý tài sản cố định	1	1	0	0
COGS / Hàng tồn kho	5,0	5,5	5,7	5,7	+ Chi mua sắm TSCĐ	(278)	(439)	(98)	(59)
<b>Chỉ số TK / Đòn bẩy TC</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	+ Tăng (giảm) đầu tư	(15)	14	0	0
CS thanh toán hiện hành	3,02	2,18	3,29	3,52	+ Các HĐ đầu tư khác	60	(91)	30	37
CS thanh toán nhanh	1,70	1,10	1,86	2,05	<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>(233)</b>	<b>(515)</b>	<b>(68)</b>	<b>(22)</b>
CS thanh toán tiền mặt	1,11	0,69	1,20	1,39	+ Cổ tức đã trả	(98)	(142)	(131)	(131)
Nợ / Tài sản	0,15	0,17	0,09	0,11	+ Tăng (giảm) vốn	682	(0)	0	0
Nợ / VCSH	0,23	0,27	0,13	0,14	+ Vay nợ ròng	(29)	41	(247)	76
Nợ ngắn hạn / VCSH	0,23	0,27	0,13	0,14	+ Các hoạt động TC khác	0	0	0	0
Nợ dài hạn / VCSH	0,00	0,00	0,00	0,00	<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>555</b>	<b>(101)</b>	<b>(378)</b>	<b>(55)</b>
Khả năng TT lãi vay	20,99	20,03	22,65	32,81	<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>501</b>	<b>(181)</b>	<b>62</b>	<b>228</b>
					Ảnh hưởng của tỷ giá	0	(3)	0	0
					<b>Tiền cuối năm</b>	<b>770</b>	<b>585</b>	<b>647</b>	<b>875</b>

## Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTS nắm giữ 0 cổ phiếu FMC, người phê duyệt và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

### Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

#### Trụ sở chính

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi, Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.24) 3 773 9058

### Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

#### Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Tầng 3, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.28) 6 291 0607

### Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

#### Chi nhánh TP. Đà Nẵng

100, Quang Trung, Phường Thạch Thang, Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.236) 3553 888