

CTCP THỰC PHẨM SAO TA (HSX: FMC)

Mở rộng công suất và vùng nuôi để thúc đẩy tăng trưởng

- Ngành tôm còn nhiều dư địa tăng trưởng trong những năm tới.
- Lợi thế cạnh tranh trong các sản phẩm chế biến sâu có tiềm năng tăng trưởng lớn và rào cản gia nhập ngành cao.
- Tăng công suất và mở rộng diện tích nuôi được kỳ vọng sẽ thúc đẩy lợi nhuận tăng trưởng kép 15%/năm trong 5 năm tới.

Trải qua 26 năm hoạt động trong ngành tôm cùng với đội ngũ lãnh đạo giàu kinh nghiệm, FMC tuy không phải là công ty lớn nhất trong ngành nhưng lại có lợi thế cạnh tranh toàn diện nhất về chất lượng sản phẩm, hiệu quả nuôi tôm, quản trị sản xuất và tiềm năng mở rộng thị trường. Năm 2018, với sự hỗ trợ của cổ đông chiến lược - PAN Group, công ty đã đẩy mạnh tái cơ cấu vốn cũng như hoạch định lại chiến lược kinh doanh. Lợi nhuận ròng của FMC có tốc độ tăng trưởng kép 24%/năm trong giai đoạn 2016 – 2021 nhờ mở rộng quy mô sản xuất, cải thiện biên lợi nhuận gộp và thay đổi chiến lược kinh doanh linh hoạt theo bối cảnh ngành, bất chấp ảnh hưởng của thuế chống bán phá giá và COVID-19.

Nền tảng vững chắc là bàn đạp để FMC mở rộng quy mô kinh doanh thêm hai nhà máy chế biến và một vùng nuôi tôm, sẵn sàng bắt đầu gặt hái thành quả từ năm 2023. Khi tối đa hóa hiệu quả của các dự án trên, chúng tôi kỳ vọng giá trị xuất khẩu tôm của FMC có thể tăng thêm 50% so với mức hiện tại vào năm 2026. Đối với ngành tôm, do hạn chế nguyên liệu đầu vào và áp lực cạnh tranh từ các nước xuất khẩu tôm, chúng tôi không kỳ vọng ngành tôm nói chung và FMC nói riêng sẽ có những năm tăng trưởng đột biến theo cung cầu thị trường. Thay vào đó, chúng tôi mong đợi một sự tăng trưởng bền vững, được thúc đẩy nhờ cải thiện năng suất nuôi tôm, nâng cao năng lực cạnh tranh và tận dụng lợi thế từ các hiệp định thương mại. Do đó, chúng tôi xem FMC là cơ hội đầu tư dài hạn vào một công ty có mức tăng trưởng kép lợi nhuận 15%/năm trong giai đoạn 2021-2026F.

Dựa trên phương pháp FCFF (40%) và P/E (60%), chúng tôi đưa ra **giá trị hợp lý là 45.000 đồng/cổ phiếu** và **lợi nhuận kỳ vọng là 37%** (tỷ suất cổ tức 6%/năm) tương ứng với giá đóng cửa ngày 01/12/2022. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu. Mặc dù chúng tôi có quan điểm tích cực về triển vọng dài hạn của FMC, nhưng triển vọng ngành kém khả quan trong ngắn hạn có thể đặt áp lực lên tăng trưởng năm 2023 và giá cổ phiếu trong ngắn hạn. Do đó, nhà đầu tư có thể dẫn tích lũy, nhất là khi thị giá điều chỉnh sâu, và chờ tín hiệu phục hồi rõ ràng từ phía cầu để từ đó tối đa hóa được suất sinh lợi.

Các chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	FY2020	FY2021	FY2022F	FY2023F
Doanh thu thuần	4.415	5.199	6.059	6.249
Tăng trưởng (%)	19%	17,8%	16,5%	3,1%
LNST	226	267	323	356
Tăng trưởng (%)	-2%	18,1%	21,0%	10,3%
Tỷ suất LNST (%)	5,1%	5,1%	5,3%	5,7%
ROA (%)	13,2%	9,9%	11,5%	11,9%
ROE (%)	20,9%	15,0%	17,4%	18,2%
EPS (VND)	4.607	4.080	4.933	5.444
Giá trị sổ sách/cổ phiếu (VND)	16.634	27.413	28.365	29.993
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.000	2.000	2.000	2.000
P/E (x)	7,0	11,8	6,8	6,2
P/BV (x)	1,5	1,6	1,2	1,1

Nguồn: FMC, CTCK Rông Việt. Dựa trên giá đóng cửa ngày 01/12/2022

MUA

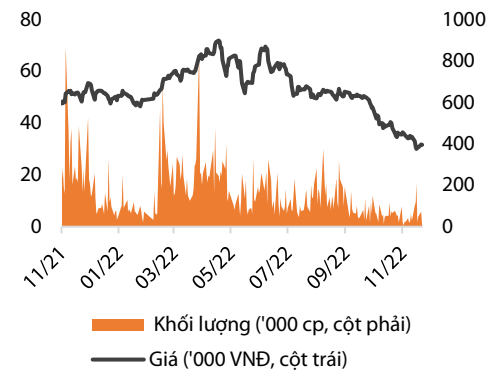
+37%

Giá thị trường (VNĐ)	34.300
Giá mục tiêu (VNĐ)	45.000
Cổ tức tiền mặt (VND)*	2.000

(*) – Dự phóng cho 12 tháng sắp tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Thực phẩm & đồ uống
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.070
SLCPDLH (triệu cp)	65,4
Beta	0,98
Free Float (%)	31,8
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ)	74.400
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ)	28.600
KLGD bình quân 20 phiên (cp)	100.387



Tỷ suất sinh lợi (%)

	3T	1N	2N
FMC	-36	-35	6
VN30 Index	-30	-42	-7
VN-Index	-28	-39	-10

Cổ đông lớn (%)

Tập đoàn PAN (HSX: PAN)	37,75
C.P Việt Nam	24,90
Aquatex Bến Tre (HSX: ABT)	12,37
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	24,17

Loan Nguyễn

(084) 28 6288 2006 – Ext: 1531

loan.nh@vdsc.com.vn

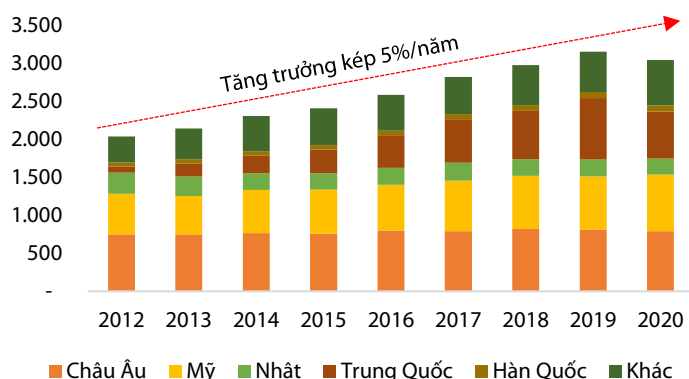
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Ngành tôm Việt Nam còn nhiều dư địa tăng trưởng trong 5 năm tới

Dù cạnh tranh gay gắt, Việt Nam định vị dẫn đầu về tôm chế biến sâu

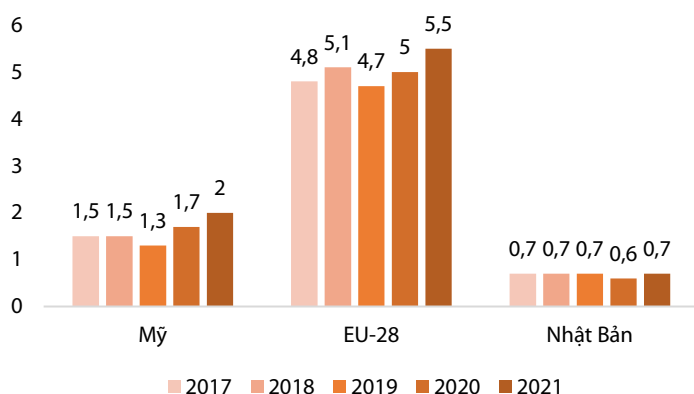
Tôm là sản phẩm có tính ổn định cao và có nhiều dư địa để phát triển trong dài hạn, nhờ hương vị ngon, dinh dưỡng cao và phù hợp với nhiều nền văn hóa. Chúng tôi nhận thấy hai xu hướng chính có thể mang lại lợi ích cho xuất khẩu tôm của Việt Nam: (1) Nguồn cung tôm toàn cầu đang hướng tới sản xuất nuôi trồng thủy sản thay vì đánh bắt như trước, vậy nên Việt Nam - vốn là một trong những nước sản xuất tôm lớn nhất, sẽ được hưởng lợi từ sự gia tăng này; (2) Khẩu vị của người tiêu dùng, đặc biệt là thị trường Mỹ, chuyển sang tôm chế biến trong khi Việt Nam đang dẫn đầu với các sản phẩm này.

Hình 1: Nhập khẩu tôm toàn cầu (nghìn tấn)



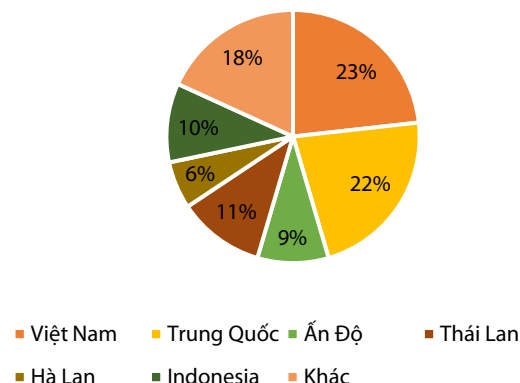
Nguồn: ITC, Chinese Customs, CTCK Rồng Việt
* Mã HS: 030617, 030616, 160521, 160529

Hình 3: Nhập khẩu tôm chế biến của Mỹ, Châu Âu và Nhật Bản (tỷ USD)



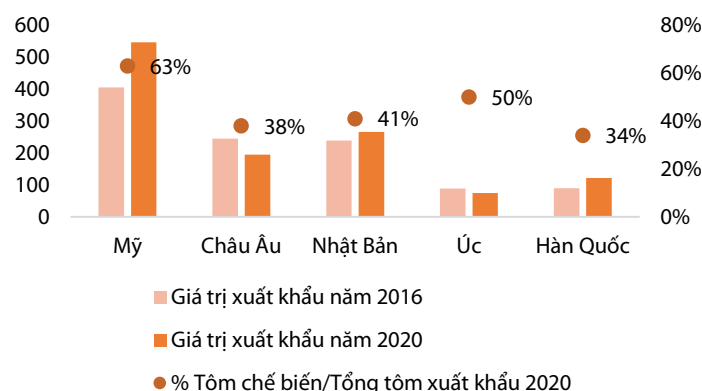
Nguồn: Trademap, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Thị phần xuất khẩu tôm chế biến toàn cầu năm 2021 theo giá trị (%)



Nguồn: Trademap, CTCK Rồng Việt
* Mã HS: 160521 & 160529

Hình 4: Giá trị xuất khẩu tôm chế biến của Việt Nam năm 2016 và 2020 theo thị trường (triệu USD)



Nguồn: VASEP, CTCK Rồng Việt

Cùng với nhu cầu tôm ngày càng cao, ngành tôm toàn cầu đã chứng kiến sự cạnh tranh gay gắt giữa các nước sản xuất lớn bao gồm Ấn Độ, Indonesia, Ecuador, Việt Nam và Thái Lan trong nhiều năm qua. Sự cạnh tranh từ Ấn Độ và Ecuador chủ yếu là nhờ chi phí nuôi thấp, đã gây áp lực lên ngành tôm Việt Nam. Thêm vào đó, thuế bán phá giá trước năm 2019 của Hoa Kỳ và sự gián đoạn của COVID-19, khiến tốc độ tăng trưởng kép của giá trị xuất khẩu tôm của Việt Nam chỉ đạt 4% trong giai đoạn 2016 - 2021. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy sự kiện COVID-19 cũng là cơ hội cho tôm Việt Nam khi nhu cầu tôm chế biến tăng mạnh và được kỳ vọng sẽ tiếp tục duy trì ngay cả sau đại dịch. (Hình 5, 6, 7)

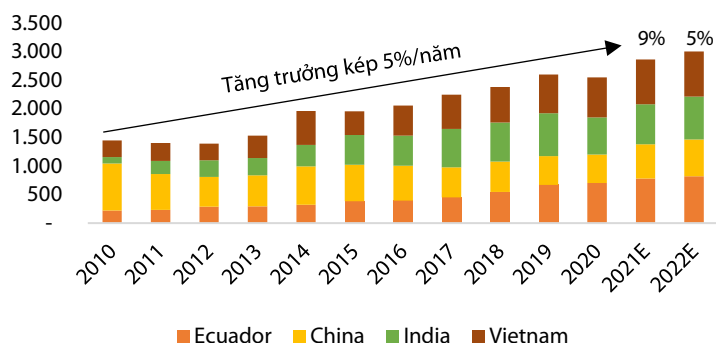
Chúng tôi dự báo 5 năm tới sẽ là chu kỳ tăng trưởng mới của ngành tôm, xuất phát từ các động lực sau:

(1) **Tiên phong trong ngành tôm chế biến:** Bất chấp cạnh tranh từ Ấn Độ và Ecuador, Việt Nam định vị mình ở phân khúc có giá trị cao, tạo nên rào cản lớn các doanh nghiệp mới tham gia do yêu cầu về trình độ lao động cũng như chất lượng sản phẩm. Có thể thấy sự tăng trưởng nhanh chóng của hai đối thủ trên đến từ nhu cầu tăng cao kết hợp với việc giành thị phần từ Trung Quốc hơn là đi vào phân khúc mà Việt Nam đang theo đuổi. Trong thời gian tới, EVFTA và UKFTA sẽ giảm thuế xuất khẩu tôm giá trị gia tăng về 0%, giúp tăng cường năng lực cạnh tranh của Việt Nam trong phân khúc này.

(2) **Nhiều hiệp định thương mại tự do tạo điều kiện cho tôm Việt Nam phát triển sau đại dịch:** Mặc dù CPTPP, EVFTA và UKFTA đã có hiệu lực nhưng Việt Nam vẫn chưa thể tận dụng triệt để, một phần là do COVID-19 và mức thuế suất vẫn duy trì mức cao trong vài năm đầu sau khi các hiệp định có hiệu lực. Chúng tôi tin rằng các hiệp định thương mại tự do này sẽ thể hiện rõ vai trò quan trọng hơn trong tăng trưởng 5 năm tới. Khi đó, người hưởng lợi sẽ là các nhà chế biến tôm giá trị gia tăng có kỹ thuật nuôi cao với mức giá cạnh tranh.

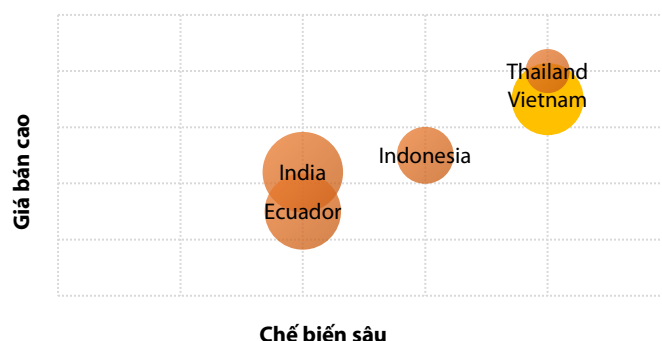
Năm 2023 nhìn chung là một năm tương đối khó khăn đối với nền kinh tế toàn cầu nói chung và ngành tôm nói riêng. Tác động rõ nhất là nhu cầu tiêu thụ tôm sẽ chững lại nhưng khó giảm mạnh. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng đây là một yếu tố ngắn hạn và mang tính sự kiện, không có ảnh hưởng đến tăng trưởng cốt lõi của ngành. Điều này có nghĩa là khi khó khăn tạm thời qua đi và nhu cầu hồi phục, ngành tôm sẽ lấy lại đà tăng trưởng vốn có. Khác với các sản phẩm thủy sản xuất khẩu khác, nhu cầu đối với các sản phẩm tôm là bền vững và ít lựa chọn thay thế hơn. Suốt giai đoạn 2021-2022, trong khi xuất khẩu cá tra tăng trưởng đột biến nhờ việc thay thế các sản phẩm cá thịt trắng khác - mang tính thời điểm và thiếu bền vững, thì xuất khẩu tôm tăng trưởng nhờ tận dụng lợi thế chế biến để mở rộng thị trường và trở thành lợi thế cạnh tranh lâu dài. Đó chính là ưu điểm khiến chúng tôi ưa chuộng mô hình kinh doanh tôm hơn các loại thủy sản xuất khẩu khác.

Hình 5: Sản lượng tôm chế biến của bốn quốc gia lớn nhất từ 2020-2022F (nghìn tấn)



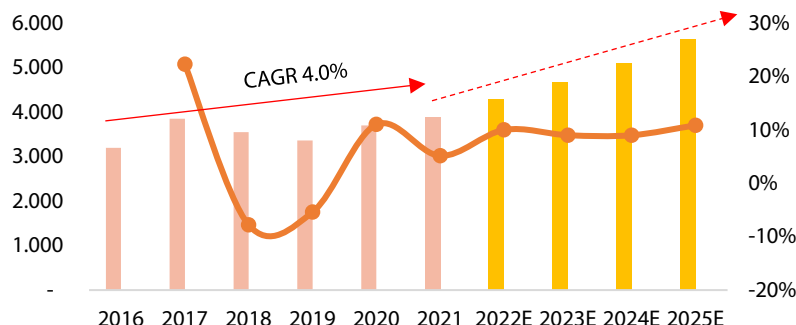
Nguồn: GOAL, CTCK Rồng Việt

Hình 6: So sánh vị thế ngành của các nước sản xuất tôm



Nguồn: CTCK Rồng Việt. (*) Kích cỡ bong bóng bằng với thị phần tương ứng

Hình 7: Xuất khẩu tôm của Việt Nam, dự phóng đến 2025F (triệu USD)



Các sự kiện chính

- 2017:** Châu Âu áp thuế lên tôm Thái Lan
- 2018:** Mỹ áp thuế lên tôm Việt Nam
- 2019:** Mỹ xóa bỏ thuế + CPTPP
- 2020:** EVFTA bắt đầu có hiệu lực

Nguồn: VASEP, CTCK Rồng Việt

Nhật Bản là thị trường chính của FMC trong những năm tiếp theo

Mỹ, Nhật Bản và Châu Âu là 3 thị trường xuất khẩu tôm trọng yếu của Việt Nam, chiếm khoảng 60% tổng giá trị xuất khẩu. Tăng trưởng của ngành tôm trong 5 năm qua bị kìm hãm bởi nhiều trở ngại từ cạnh tranh, thuế chống bán phá giá và COVID-19. Chúng tôi kỳ vọng sau khi những khó khăn này qua đi, tiếp đến là những điều kiện thuận lợi từ các hiệp định thương mại tự do FTA và nhu cầu phục hồi sẽ mở ra triển vọng tươi sáng cho ngành tôm. VASEP cũng dự báo tăng trưởng xuất khẩu tôm của 3 thị trường trọng điểm là Mỹ, EU và Nhật Bản sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR là 8 - 10% mỗi thị trường trong giai đoạn 2021 - 2025. Ba thị trường này cũng là những khách hàng nhập khẩu chủ yếu của FMC, chiếm xấp xỉ 30% mỗi thị trường trên tổng doanh thu từ tôm.

- Thị trường Mỹ:** Từ tháng 8/2019 - thời điểm Mỹ áp dụng thuế suất 0% POR13, tôm Việt Nam đã dần lấy lại vị thế trên thị trường này. Do nhu cầu tiêu thụ tôm cao, chúng tôi kỳ vọng thị trường Mỹ sẽ tiếp tục ghi nhận mức tăng trưởng đáng kể trong những năm tới. Tuy nhiên, chúng tôi dự đoán tình hình cạnh tranh vẫn chưa hạ nhiệt. Vì vậy, thị phần xuất khẩu tôm sang Mỹ sẽ được chia cho nhiều nhà chế biến tôm trong nước. Đối với FMC, chúng tôi cho rằng thị trường Mỹ mặc dù có nhiều lợi thế nhưng sẽ không còn là thị trường chiến lược trong những năm tới. Chúng tôi kỳ vọng thị trường Mỹ sẽ tiếp tục duy trì ở mức dưới 30% tổng doanh thu xuất khẩu tôm của FMC và công ty sẽ tập trung hơn vào việc phân phối cho các kênh bán lẻ (như chuỗi siêu thị Costco) với ít cạnh tranh và lợi nhuận tốt hơn.
- Thị trường Châu Âu:** Xuất khẩu sang Châu Âu có xu hướng giảm tốc trong năm 2018 chủ yếu do cạnh tranh từ Ecuador với các sản phẩm giá rẻ hơn. Dù vậy, chúng tôi cho rằng thị trường EU vẫn có nhiều tiềm năng xuất khẩu tôm nhờ EVFTA có hiệu lực từ năm 2020. Nhờ đó, thuế tôm đông lạnh (mã HS: 030617) đã được cắt giảm xuống 0% từ mức thuế GSP là 4,2% và tôm chế biến (HS: 160521) sẽ giảm về 0% theo lộ trình 7 năm từ mức thuế GSP là 7%. Rõ ràng, EVFTA sẽ là động lực tăng trưởng chính cho sản phẩm tôm chế biến trong dài hạn, vốn là mặt hàng thế mạnh của Việt Nam và đặc biệt là FMC. Thị trường Châu Âu thường đóng góp khoảng 20-30% vào doanh thu của FMC, là một trong ba thị trường chủ chốt của công ty. **(Bảng 1)**
- Thị trường Nhật Bản:** Tiêu thụ tôm tại thị trường Nhật Bản có tính ổn định cao nhưng khó tăng đột biến do đặc điểm dân số già và tăng trưởng kinh tế chậm. Tuy nhiên, chính nhờ sự ổn định này mà các doanh nghiệp xuất khẩu vào Nhật Bản như FMC có thể ổn định kết quả kinh doanh trong giai đoạn ngành tôm đầy biến động. Do vậy, chúng tôi cho rằng mặc dù quy mô tiêu thụ tôm tại Nhật Bản khó tăng nhưng xuất khẩu của Việt Nam sang thị trường này vẫn sẽ khả quan trong những năm tới nhờ lợi thế từ CPTPP và việc nâng cao chất lượng các sản phẩm chế biến sâu sẽ tạo lợi thế cạnh tranh so với các nước xuất khẩu khác. Chúng tôi kỳ vọng Nhật Bản sẽ là thị trường trọng điểm của FMC trong những năm tới với mức đóng góp doanh thu trung bình là 40%. Ngoài lượng khách hàng trung thành lâu năm, FMC có thể tận dụng sản lượng tôm tăng nhờ mở rộng công suất để tìm kiếm thêm khách hàng mới. Tôm xuất khẩu sang Nhật Bản đòi hỏi kỹ thuật chế biến chuyên sâu nên sẽ mang lại giá bán cao hơn và lợi nhuận tốt hơn cho FMC.

Bảng 1: So sánh thuế nhập khẩu tôm của Châu Âu giữa năm nước xuất khẩu chính

Sản phẩm	Việt Nam				Ấn độ		Indonesia		Thái Lan		Ecuador	
	Thuế cơ bản	GSP	EVFTA	UKFTA	Thuế cơ bản	GSP	Thuế cơ bản	GSP	Thuế cơ bản		Thuế cơ bản	FTA
Tôm đông lạnh (PD, HOSO, HLSO, tươi)	12	4,2	0	0	12	4,2	12	4,2	12		12	0
Tôm nước lạnh	12	8,5	8,5 (xuống 0% năm 2025)	8 (xuống 0% năm 2025)	12	8,5	12	4,2	12		12	0
Tôm tẩm bột	20	7	7 (xuống 0% năm 2027)	7 (xuống 0% năm 2027)	20	7	20	7	20		20	0

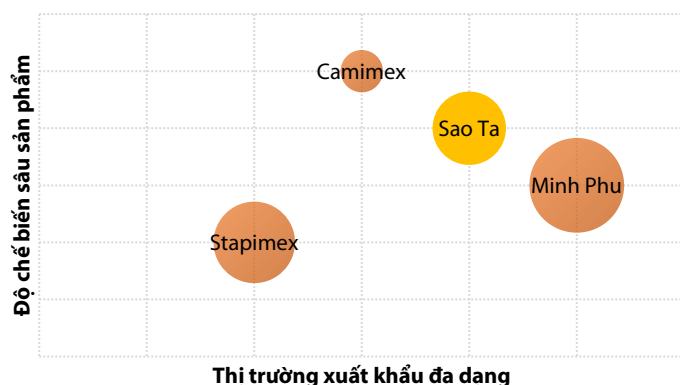
Nguồn: AgroMonitor, CTCK Rồng Việt

Năng lực cạnh tranh tốt mang lại kết quả kinh doanh tăng trưởng nhanh và bền vững

Các sản phẩm chế biến sâu là thế mạnh của FMC

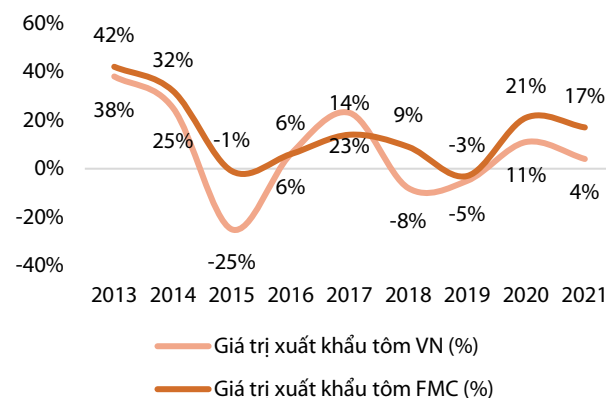
Lợi thế cạnh tranh của FMC là khả năng sản xuất các sản phẩm chế biến sâu. Theo công ty, các sản phẩm tôm giá trị gia tăng (Nobashi, tẩm bột) hiện đang chiếm khoảng hơn 30% tổng sản phẩm, có biên lợi nhuận gộp gần gấp đôi so với các sản phẩm tôm tươi/đông lạnh/chế biến đơn giản. Hơn nữa, FMC còn nhiều dư địa để đẩy mạnh các sản phẩm đã qua chế biến này, đặc biệt là sang thị trường Anh và Nhật Bản, những thị trường chính của công ty với ít cạnh tranh hơn. Do đó, chúng tôi kỳ vọng biên gộp của FMC có thể sẽ cải thiện trong những năm tới. **(Hình 8, 9)**

Hình 8: Vị thế cạnh tranh ngành tôm giữa các nhà xuất khẩu chính



Nguồn: CTCK Rồng Việt. (*) Kích cỡ bong bóng tương đương với giá trị xuất khẩu

Hình 9: So sánh tăng trưởng giá trị xuất khẩu giữa FMC và toàn ngành



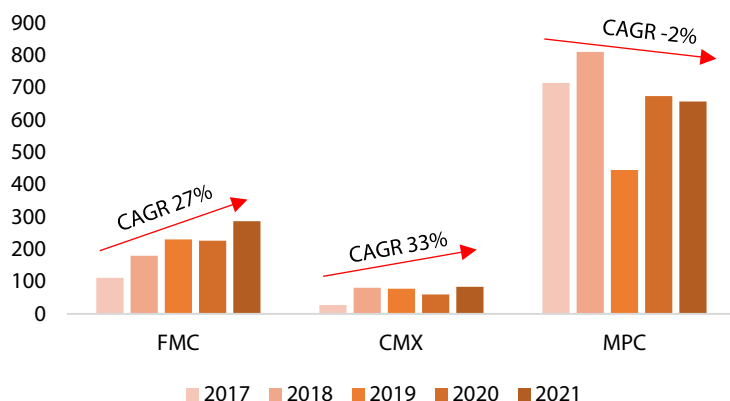
Nguồn: VASEP, FMC, CTCK Rồng Việt

Thị trường đầu ra ổn định cho phép FMC có thể tăng trưởng ngay cả trong bối cảnh ngành giảm

Đi ngược lại với sự biến động mạnh mẽ của ngành tôm, FMC ghi nhận tốc độ tăng trưởng kép ổn định ở mức 27% trong 5 năm qua nhờ chiến lược linh hoạt tại các thị trường xuất khẩu. Cụ thể, FMC thường ưu tiên xuất khẩu sang thị trường Nhật Bản, vốn chiếm 30-40% giá trị xuất khẩu của công ty, nhờ nhu cầu ổn định và nền tảng khách hàng lâu năm. Trong khi đó, thị trường Mỹ và EU có sự giống nhau về sản phẩm, giá và đều dễ bị biến động bởi cạnh tranh cao. Vì thế, FMC thường linh hoạt chuyển đổi giữa hai thị trường này với nhau nếu có một trong hai thị trường bị sụt giảm nhu cầu, từ đó giúp doanh thu và lợi nhuận được duy trì ổn định trong những năm qua. **(Hình 10, 11, 12)**

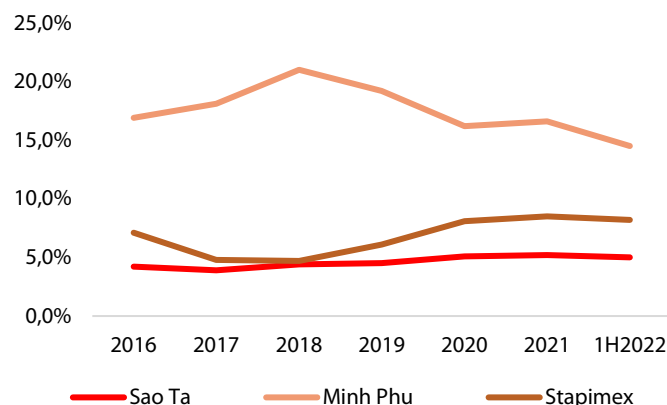
FMC là nhà xuất khẩu tôm lớn thứ hai sang thị trường Nhật Bản của Việt Nam với rào cản gia nhập cao, đặc biệt đối với các sản phẩm cao cấp do các quy định nghiêm ngặt về an toàn thực phẩm và các yêu cầu cao về kỹ thuật chế biến - mang lại lợi thế cho FMC so với các nhà chế biến tôm khác. Hơn nữa, Nhật Bản cũng là thị trường có giá bán và tỷ suất lợi nhuận cao nhất. Chúng tôi cho rằng kế hoạch tăng tỷ trọng xuất khẩu vào Nhật Bản của FMC là một chiến lược đúng đắn để lợi nhuận tăng trưởng bền vững trong những năm tới.

Hình 10: So sánh tăng trưởng LNST giữa các DN tôm (tỷ đồng)



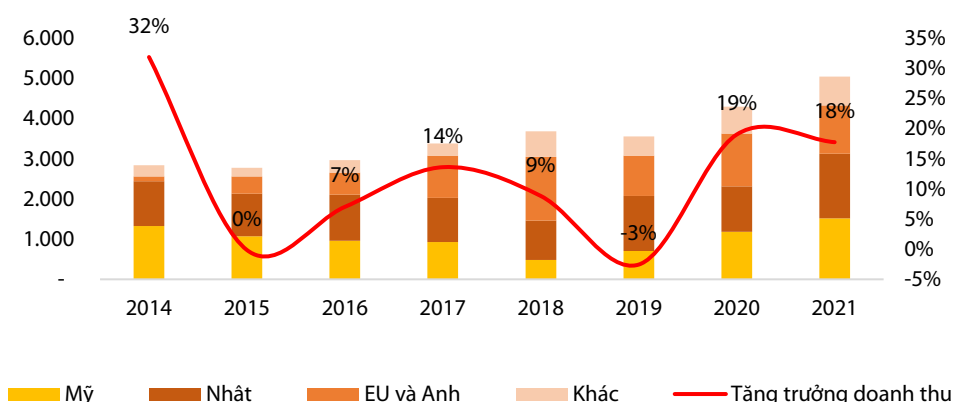
Nguồn: FiinPro, CTCK Rồng Việt

Hình 11: Thị phần xuất khẩu tôm theo doanh nghiệp (%)



Nguồn: VASEP, CTCK Rồng Việt

Hình 12: Cơ cấu doanh thu theo thị trường (tỷ đồng)



Nguồn: FMC, CTCK Rồng Việt

Đội ngũ lãnh đạo giàu kinh nghiệm và sự hỗ trợ từ các cổ đông chiến lược

Theo chúng tôi, đội ngũ quản lý cần có hai yếu tố quan trọng nhất để tạo nên thành công trong ngành tôm, đó là sự hiểu biết sâu sắc về kỹ thuật nuôi và khả năng dự đoán động thái cung cầu. Nhìn vào FMC, chúng tôi đánh giá cao cả hai yếu tố này nhờ vào đội ngũ lãnh đạo là những người có nhiều năm kinh nghiệm trong ngành tôm và đã đồng hành cùng công ty từ những ngày đầu thành lập, phát triển FMC trở thành một trong số ít công ty có hiệu quả nuôi tôm tốt nhất Việt Nam.

PAN Group và C.P. Việt Nam cùng hợp tác chiến lược, cam kết hỗ trợ FMC mở rộng chiến lược kinh doanh và tận dụng thế mạnh của mỗi bên. Cụ thể, hai cổ đông chiến lược này sẽ giúp FMC trong 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, với thế mạnh vượt trội về sản xuất giống và thức ăn cho tôm, sẽ ưu tiên cung cấp nguyên liệu đầu vào (thức ăn, cá giống) với giá chiết khấu so với giá thị trường, giúp tiết kiệm chi phí nuôi tôm cho FMC.

Kế hoạch mở rộng mạnh mẽ sẽ là động lực tăng trưởng từ năm 2022 trở đi

FMC sẽ hoàn thành việc mở rộng nhà máy và vùng nuôi trong 2022 và sẽ bắt đầu vận hành các dự án này từ 2023. Chúng tôi đánh giá cao tầm nhìn chiến lược của FMC, bởi: (1) Trong đợt dịch Covid, nhận thấy nhu cầu tôm tăng cao, FMC nhanh chóng phát triển thêm hai cơ sở chế biến mới. Khi các nhà máy mới này xây dựng xong cũng là lúc công suất của các nhà máy cũng đã đạt mức tối đa; (2) Việc mở rộng

nhà máy diễn ra đồng thời với việc mở rộng vùng nuôi để duy trì tỷ lệ tự chủ, theo đó biên lợi nhuận của công ty cũng được duy trì.

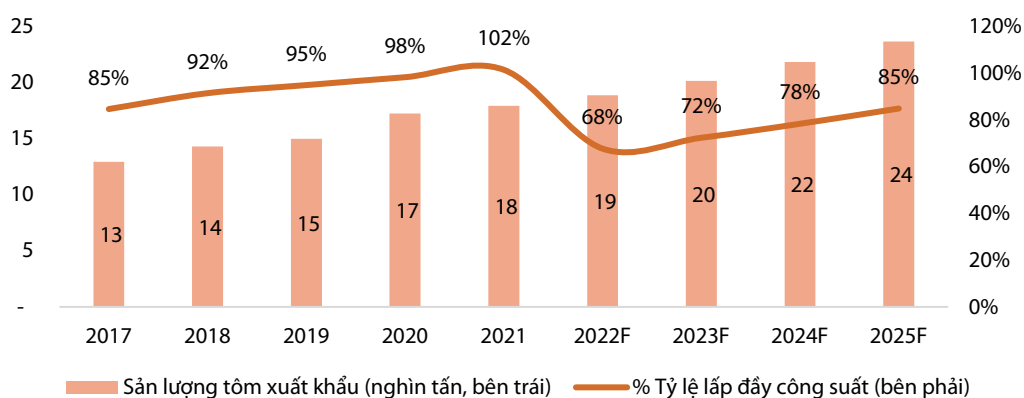
Mở rộng công suất là điều kiện tiên quyết để tăng trưởng

Năm 2022, **FMC nâng công suất thông qua việc mở rộng hai nhà máy chế biến** là nhà máy Tam An 5.000 tấn/năm và nhà máy Sao Ta 15.000 tấn/năm. Theo ước tính của chúng tôi, các nhà máy cũ của FMC hiện đã hoạt động vượt công suất thiết kế. Do đó, để duy trì đà tăng trưởng, FMC không còn cách nào khác là phải tăng công suất chế biến. Việc nhà máy đi vào hoạt động vào năm 2022 là bước đi cần thiết để tăng đơn hàng xuất khẩu tôm. Ngoài việc gia tăng đơn đặt hàng từ các khách hàng hiện tại, FMC cũng tích cực tìm kiếm khách hàng mới thông qua các chuỗi siêu thị tại Mỹ và kênh nhà hàng tại Nhật Bản. Chúng tôi nhận thấy FMC đã bắt đầu tuyển dụng công nhân cho nhà máy mới, đây là một dấu hiệu tích cực cho thấy số lượng các đơn đặt hàng cho các nhà máy mới đang tăng lên.

Chúng tôi kỳ vọng nhà máy Tam An có thể chạy hết công suất vào năm 2023 trong khi nhà máy lớn Sao Ta sẽ tăng dần công suất thêm 5%/20% vào năm 2022/2023, sau đó sẽ đạt hết công suất vào năm 2027. Chúng tôi lưu ý rằng nhà máy mới thường mất tầm 6 tháng để chạy thử và được kiểm định chất lượng bởi khách hàng, nên nhà máy Sao Ta chưa thể tăng công suất mạnh ngay trong năm đầu tiên vận hành. Theo đó, sản lượng xuất khẩu tôm có thể tăng trưởng 5%/7% trong năm 2022/2023. Tại thời điểm hoạt động hết công suất vào 2027, chúng tôi kỳ vọng sản lượng xuất khẩu tôm sẽ cao hơn 50% so với 2021.

(Hình 13, Bảng 2)

Hình 13: Sản lượng xuất khẩu tôm và tỷ lệ lấp đầy công suất



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 2: Dự phóng công suất hoạt động của hai nhà máy mới

	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Tỷ lệ lấp đầy nhà máy Tam An (5.000 tấn/năm) (*)	30%	80%	100%	100%	100%
Tỷ lệ lấp đầy của nhà máy Sao Ta (15.000 tấn/năm)	5%	20%	40%	60%	80%
Sản lượng tôm (tăng trưởng %n/n)	5%	7%	8%	8%	9%
Sản lượng nông sản (tăng trưởng %n/n)	5%	0%	10%	5%	5%

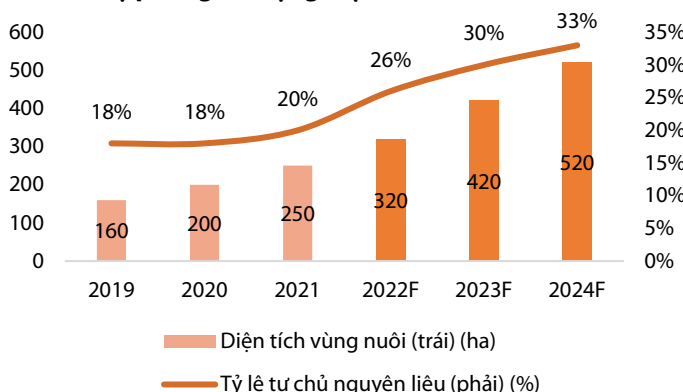
Nguồn: CTCK Rồng Việt. (*) Giả định rằng Tam An sử dụng 40% công suất (2.000 tấn/năm) để sản xuất tôm, còn lại là nông sản

Mở rộng diện tích vùng nuôi giúp duy trì biên lợi nhuận gộp

Yếu tố chính ảnh hưởng đến biên gộp của ngành tôm là chênh lệch giữa giá bán và giá nguyên liệu. Hay nói cách khác, nếu chỉ đánh giá một trong hai yếu tố là giá bán hoặc giá nguyên vật liệu thì sẽ không thể phản ánh chính xác biến động của biên lợi nhuận gộp. Chẳng hạn, biên lợi nhuận gộp năm 2019 cải thiện mạnh ở mức 10,5% mặc dù giá bán giảm do giá nguyên liệu đầu vào hạ thấp. Trong khi đó, mặc dù giá bán tăng mạnh trong giai đoạn 2020 - 2022 nhưng giá nguyên liệu leo thang khiến biên lợi nhuận gộp mảng tôm giảm xuống dưới 10%. Giá bán là yếu tố khó kiểm soát vì phụ thuộc vào cung cầu toàn cầu, cũng như quy định của các nước nhập khẩu. Do đó, cách hiệu quả nhất để kiểm soát biên lợi nhuận gộp là tăng tỷ lệ tự chủ nguyên liệu và hiệu quả nuôi tôm. **FMC đã mở rộng thêm 200 ha diện tích nuôi trồng mới vào tháng 7/2022 để nâng tổng diện tích lên 520 ha.** Chúng tôi dự kiến công ty sẽ đưa vào hoạt động 100 ha vào năm 2023 và 100 ha còn lại vào năm 2024. (Hình 14)

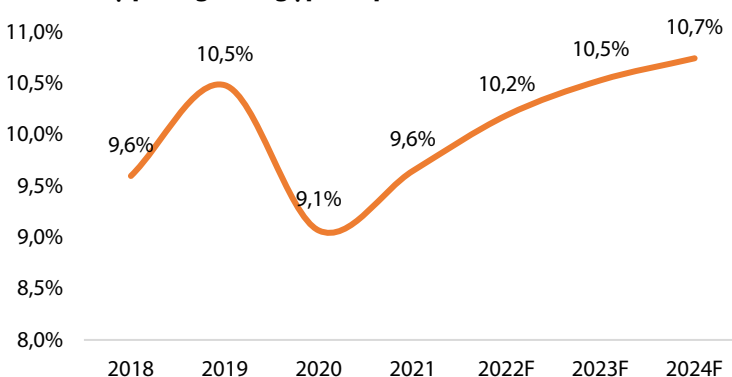
Về mặt lý thuyết, chi phí tôm nguyên liệu tự cung cấp của công ty thấp hơn giá mua nguyên liệu bên ngoài khoảng 15-25%. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng **việc mở rộng diện tích nuôi chủ yếu sẽ giúp duy trì tỷ lệ tự chủ và ổn định biên lợi nhuận gộp, thay vì kỳ vọng một sự tăng mạnh trong biên gộp** do quy mô sản lượng chế biến cũng tăng theo. Do đó, chúng tôi ước tính tỷ lệ tự chủ nguyên liệu sẽ chỉ tăng từ khoảng 26% năm 2022 lên 30% năm 2023 và 33% năm 2024. Biên lợi nhuận gộp cũng sẽ tăng nhẹ từ 9,6% năm 2021 lên 10,2% năm 2022F và 10,5% vào năm 2023F theo dự phóng của chúng tôi. (Hình 14, 15)

Hình 14: Dự phóng mở rộng diện tích nuôi



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 15: Dự phóng biên gộp sản phẩm tôm



Nguồn: FMC, CTCK Rồng Việt

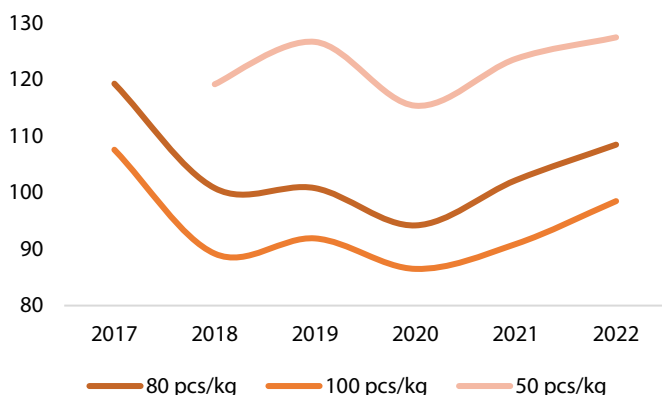
RỦI RO ĐẦU TƯ

Nguồn nguyên liệu tôm không ổn định có thể làm biên gộp biến động mạnh

Cung cầu của thị trường ảnh hưởng nặng nề đến hoạt động kinh doanh thủy sản nói chung và xuất khẩu tôm nói riêng. Do FMC chỉ tự sản xuất 20–30% tôm nguyên liệu và phần còn lại mua ngoài từ nông dân nên biến động giá tôm nguyên liệu có tác động đáng kể đến giá vốn hàng bán của công ty. Chi phí tôm nguyên liệu phụ thuộc phần lớn vào hiệu quả nuôi tôm, bao gồm cả kỹ thuật nuôi và yếu tố thời tiết. 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, đặc biệt là xâm nhập mặn. Ngoài ra, các bệnh về tôm như bệnh đốm trắng, hoại tử gan tụy cũng ảnh hưởng đến chất lượng tôm và giá nguyên liệu.

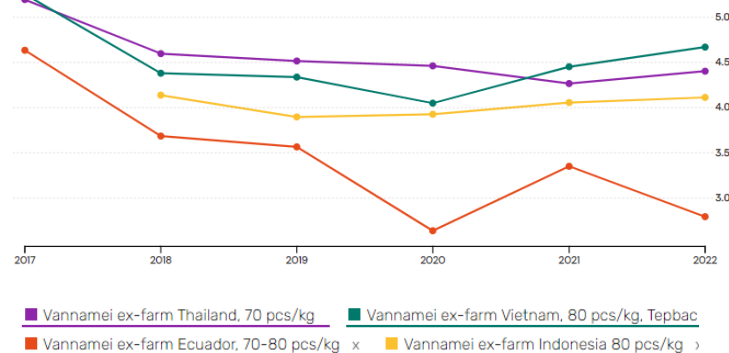
Thêm vào đó, các quốc gia như Ấn Độ và Ecuador là những đối thủ cạnh tranh lớn do lợi thế của họ về chi phí nuôi thấp. Điều này gây khó khăn cho các công ty tôm Việt Nam trong việc chuyển phần tăng giá nguyên liệu vào giá bán, do đó ảnh hưởng đến biên lợi nhuận trong bối cảnh nguyên liệu tăng giá. Giải pháp tốt nhất để giảm thiểu rủi ro này là các công ty cần tăng tỷ lệ tự chủ nguyên liệu bằng việc tăng vùng nuôi mới cũng như hiệu quả nuôi tôm. **(Hình 16, 17)**

Hình 16: Giá tôm nguyên liệu Việt Nam (đồng/kg)



Nguồn: Undercurrent News, CTCK Rồng Việt

Hình 17: So sánh giá tôm nguyên liệu các nước sản xuất tôm (loại 80 con/kg) (USD/kg)



Nguồn: Undercurrent News, CTCK Rồng Việt

Nhìn chung, cả giá nguyên liệu đầu vào và giá xuất khẩu nhiều khả năng sẽ có xu hướng giảm trong năm tới. Chúng tôi xây dựng ba kịch bản về tác động của giá nguyên liệu đến tỷ suất lợi nhuận gộp ngành tôm trong năm 2023. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi dự báo giá nguyên liệu giảm 4% YoY và giá xuất khẩu tôm giảm 6% YoY, dẫn đến tỷ suất lợi nhuận gộp ngành tôm là 10,5% (+30 điểm cơ bản YoY). Ở kịch bản tích cực nhất, chúng tôi kỳ vọng giá nguyên liệu đầu vào giảm 8% YoY trong khi giá bán chỉ giảm 2% YoY, tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ đạt 14,0%. Trong trường hợp xấu nhất, chúng tôi dự báo giá nguyên vật liệu đi ngang trong khi giá bán giảm mạnh 10% YoY, tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ chỉ còn 6,9%. **(Bảng 3)**

Bảng 3: Phân tích độ nhạy của tỷ suất lợi nhuận gộp tôm 2023F liên quan đến tăng trưởng giá nguyên liệu và giá bán, giả định các yếu tố khác không đổi

		Tăng trưởng giá nguyên liệu				
		-8%	-6%	-4%	-2%	0%
Tăng trưởng giá bán	-10%	10,5%	9,6%	8,7%	7,8%	6,9%
	-8%	11,4%	10,5%	9,6%	8,7%	7,8%
	-6%	12,3%	11,4%	10,5%	9,6%	8,7%
	-4%	13,2%	12,3%	11,4%	10,5%	9,6%
	-2%	14,0%	13,2%	12,3%	11,4%	10,5%

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Quy định từ các nước nhập khẩu

Những thay đổi bất lợi trong chính sách nhập khẩu và thuế quan ở các nước nhập khẩu có thể ảnh hưởng nghiêm trọng đến xuất khẩu tôm của Việt Nam, phải kể đến là thuế chống bán phá giá. FMC hiện đang được hưởng mức thuế chống bán phá giá 0% ở thị trường Mỹ, nhưng vẫn có nguy cơ công ty sẽ bị đánh thuế trong tương lai, điều mà ngành tôm Việt Nam từng phải đối mặt vào năm 2018. Tuy nhiên, chiến lược xuất khẩu linh hoạt đa dạng các thị trường của FMC như đã đề cập sẽ giúp giảm thiểu tác động đến kết quả kinh doanh. Ngược lại, nếu các nước nhập khẩu đánh thuế vào các nước xuất khẩu tôm khác, Việt Nam sẽ được hưởng lợi rất lớn, chẳng hạn như sự tăng trưởng của ngành tôm trong năm 2017 sau khi EU áp thuế đối với tôm Thái Lan.

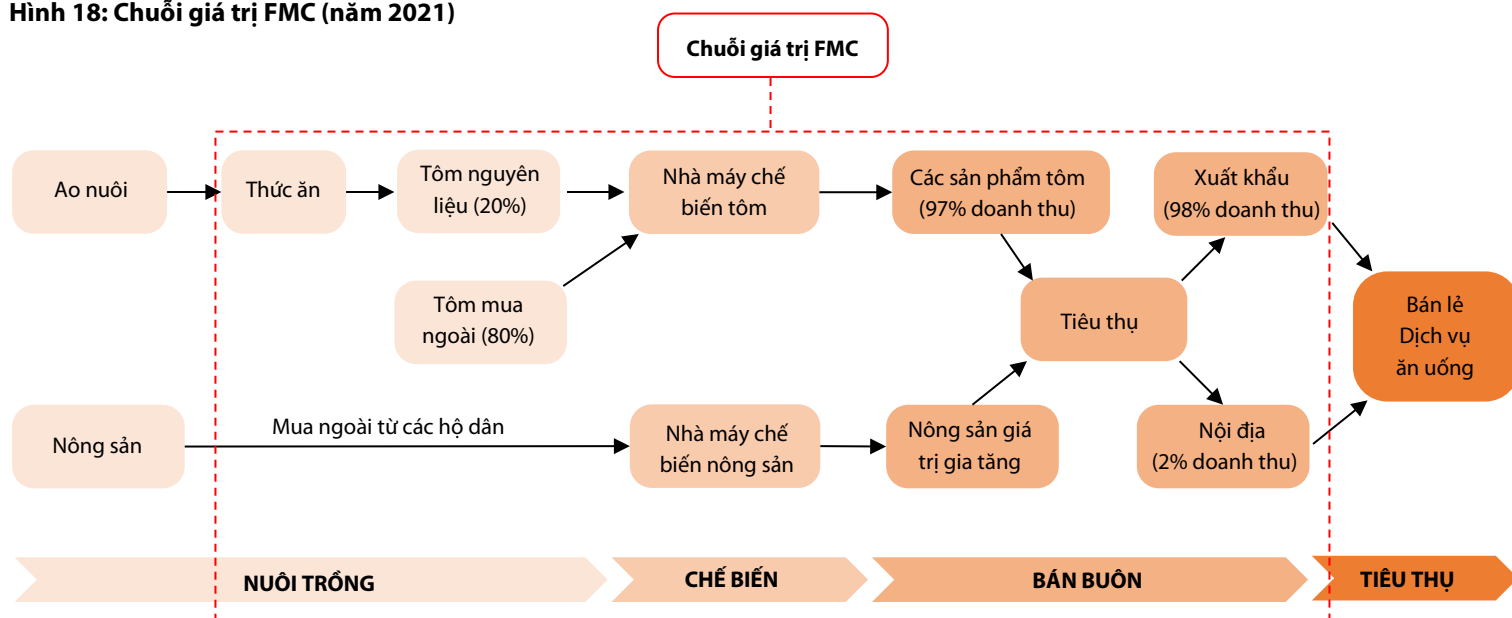
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Trải qua 26 năm kinh nghiệm trong ngành tôm, Công ty Cổ phần Thực phẩm Sao Ta. (HSX: FMC) được thành lập năm 1996 và chuyển đổi thành công ty cổ phần vào năm 2003. Công ty được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM vào năm 2006 với mã là FMC. Công ty hiện là doanh nghiệp xuất khẩu tôm lớn thứ 3 tại Việt Nam với doanh thu 5.204 tỷ đồng vào năm 2021, chiếm khoảng 5% thị phần xuất khẩu tôm của Việt Nam.

Mô hình kinh doanh

Chuỗi giá trị của FMC hiện tập trung vào 3 giai đoạn chính: nuôi trồng, chế biến và phân phối bán buôn. Dưới mô hình tích hợp theo chiều dọc, FMC có thể kiểm soát chất lượng của cả quá trình để giúp sản phẩm đạt tiêu chuẩn quốc tế về an toàn thực phẩm. Vùng nuôi tôm, nhà máy, quy trình sản xuất của FMC đã đạt chuẩn các chứng chỉ quốc tế như HACCP, BAP, BRC, IFS, HALAL, ISO 14001.

Hình 18: Chuỗi giá trị FMC (năm 2021)



Nguồn: FMC, CTCK Rồng Việt

- **Nuôi tôm:** FMC hiện sở hữu 322 ha diện tích vùng nuôi, là một trong số ít các công ty nuôi tôm hiệu quả nhất tại Việt Nam nhờ kinh nghiệm dày dặn của ban quản lý và kỹ thuật nuôi hiện đại. Tuy nhiên, tỷ lệ tự chủ nguyên liệu của FMC chỉ chiếm 20-25% khối lượng tôm đầu vào cần thiết. Phần còn lại được thu mua từ các hộ bên ngoài nên chi phí đầu vào có xu hướng biến động qua các năm. Đây được coi là điểm nghẽn chung của ngành tôm Việt Nam.
- **Chế biến:** FMC có tổng cộng sáu nhà máy chế biến tại tỉnh Sóc Trăng: bốn nhà máy đang hoạt động hết công suất và hai nhà máy mới đi vào hoạt động từ năm 2022. Hai máy này dự kiến sẽ thúc đẩy tăng trưởng của FMC trong tương lai. Toàn bộ công suất là khoảng 165 tấn/ngày (hay 41.000 tấn/năm), bao gồm 85 tấn/ngày của nhà máy cũ và 80 tấn/ngày của nhà máy mới. Các nhà máy thường xuyên hoạt động hết công suất vào các mùa cao điểm (tháng 3 - tháng 7 và tháng 9 - tháng 11) và đạt khoảng 70% công suất vào các mùa thấp điểm.

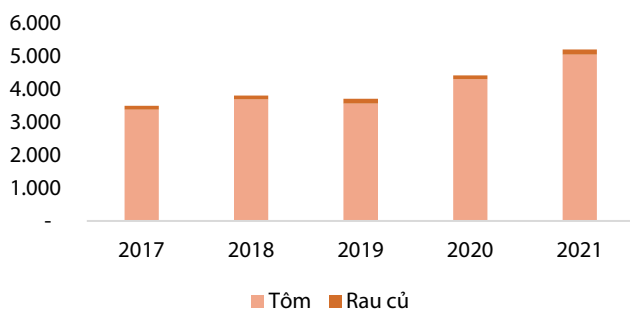
Bảng 3: Các nhà máy của FMC

Nhà máy	Công suất	Các sản phẩm chính	Thời gian vận hành
Nhà máy Nam An	50 tấn/ngày	Tôm block, tôm duỗi, tôm IQF, tôm tẩm bột, tôm chiên	Từ khi thành lập
Nhà máy An San	10 tấn/ngày	Rau củ quả phối chế, Kakiage,...	2008
Xí nghiệp Sao Ta	15 tấn/ngày	Tôm block, tôm IQF, tôm duỗi	2015
Nhà máy Tin An	10 tấn/ngày	Tôm tẩm bột, Tempura, tôm chiên	2018
Nhà máy Sao Ta (mới)	60 tấn/ngày	Tôm duỗi, tôm đông lạnh (tươi, nấu)	Cuối 2022
Nhà máy Tam An	20 tấn/ngày	Nông sản, tôm	Đầu 2022

Nguồn: FMC, CTCK Rồng Việt

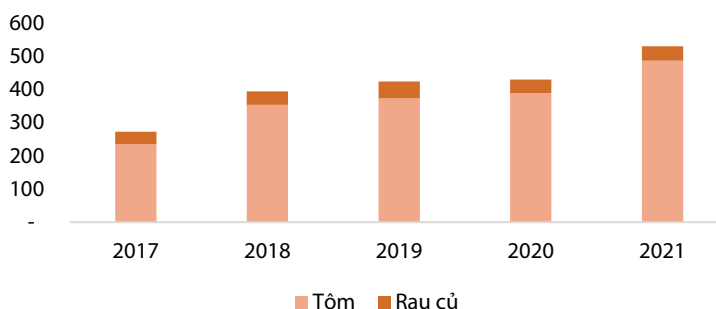
- **Xuất khẩu tôm:** FMC xuất khẩu sang ba thị trường chính, chiếm khoảng 90% tổng doanh thu, bao gồm Nhật Bản, Mỹ và Châu Âu. Sau đó, các sản phẩm tôm được phân phối đến kênh bán lẻ (ví dụ: siêu thị) và dịch vụ ăn uống (ví dụ: nhà hàng). Công ty có mối quan hệ hợp tác lâu dài với hơn 20 khách hàng, trong đó khách hàng lớn nhất chiếm 20-30% giá trị xuất khẩu của FMC. Doanh thu nội địa chỉ chiếm 2% doanh thu tôm do xu hướng giảm nhu cầu tiêu thụ tôm đông lạnh trong nước.

Hình 19: Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm (tỷ đồng)



Nguồn: FMC, CTCK Rồng Việt

Hình 20: Cơ cấu lợi nhuận gộp theo sản phẩm (tỷ đồng)



Nguồn: FMC, CTCK Rồng Việt

Phân khúc kinh doanh

Sản phẩm tôm: Sản phẩm tôm xuất khẩu chính của FMC là tôm chế biến đông lạnh bao gồm tôm IQF tươi, tôm đông lạnh khối và tôm giá trị gia tăng như tôm luộc, tôm tẩm bột, Tempura ... Các sản phẩm giá trị gia tăng chiếm khoảng 60% tổng sản phẩm, trong đó tôm tẩm bột chiếm 20%.

Nông sản: rau trộn, kakiage, khoai lang, bí đỏ. Từ năm 2013, công ty đã mở rộng sang các sản phẩm nông sản này, chủ yếu xuất khẩu sang Nhật Bản và đóng góp 3-4% tổng doanh thu.

Hình 21: Các sản phẩm chính của FMC

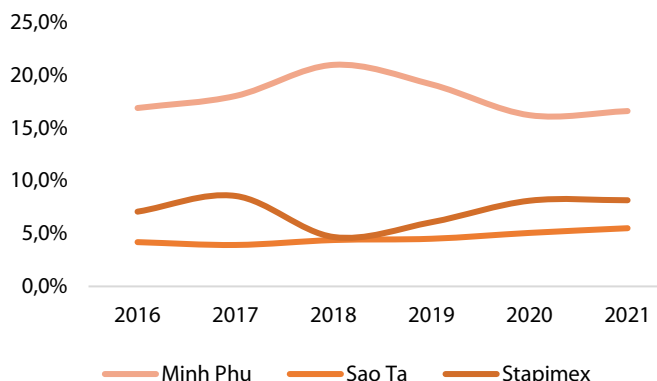


Nguồn: FMC, CTCK Rồng Việt

Định vị công ty

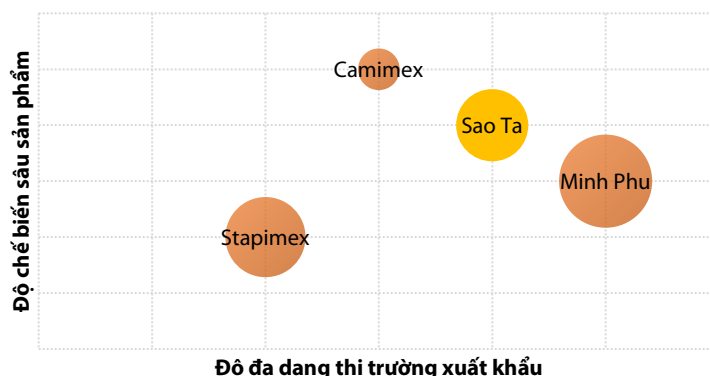
Từ khi đi vào hoạt động, công ty luôn nằm trong top 5 doanh nghiệp xuất khẩu tôm lớn nhất Việt Nam. Hiện tại, thị phần xuất khẩu tôm của FMC tại Việt Nam chiếm khoảng 5%, sau hai ông lớn là Minh Phú (UpCOM: MPC) và Stapimex. Công ty hoạt động trong lĩnh vực chế biến và xuất khẩu tôm có độ phân mảnh cao với gần 65% thị phần thuộc về các doanh nghiệp ngoài top 5.

Hình 22: Thay đổi thị phần xuất khẩu tôm theo công ty



Nguồn: VASEP, CTCK Rồng Việt

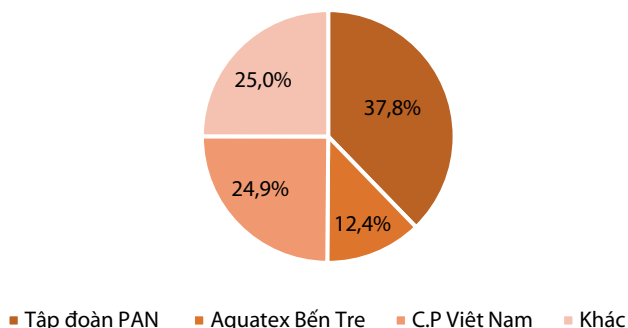
Hình 23: Vị thế cạnh tranh ngành tôm giữa các nhà xuất khẩu chính



Nguồn: CTCK Rồng Việt. (*) Kích cỡ bong bóng tương đương với giá trị xuất khẩu.

Cơ cấu cổ đông

Hình 24: Cơ cấu cổ đông FMC



Nguồn: FiinPro, CTCK Rồng Việt

75% cổ phần được nắm giữ bởi các cổ đông chiến lược có kinh nghiệm trong lĩnh vực nông nghiệp

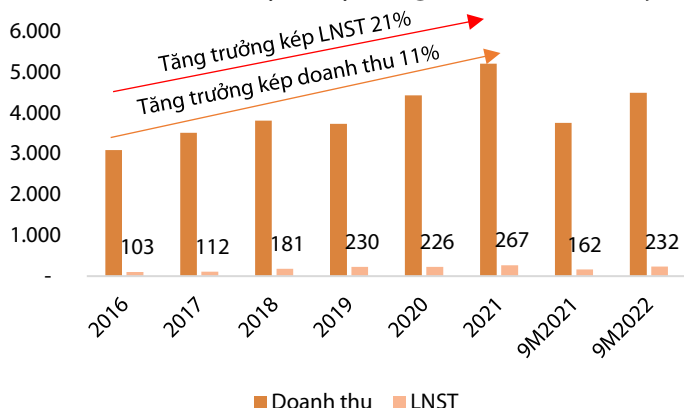
PAN Group (HOSE: PAN), Aquatex Ben Tre (HOSE: ABT) và C.P Vietnam lần lượt sở hữu 37,8%, 12,4% và 24,9%. Tuy nhiên, ABT đồng thời cũng là công ty con của PAN, theo đó, tổng quyền biểu quyết của PAN là 50,12%. Năm 2021, PAN chuyển nhượng 13,4% sở hữu cho C.P Việt Nam. Cả PAN và C.P, vốn là những công ty nổi tiếng về các sản phẩm nông nghiệp, đều đóng vai trò là cổ đông chiến lược. Một mặt, trong khi PAN có thế mạnh về quản lý và chiến lược, thì C.P có bề dày kinh nghiệm trong lĩnh vực nuôi trồng và phân phối để hỗ trợ FMC phát triển trong tương lai. Mặt khác, tỷ lệ sở hữu lớn sẽ hạn chế tính thanh khoản của cổ phiếu.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận bền vững

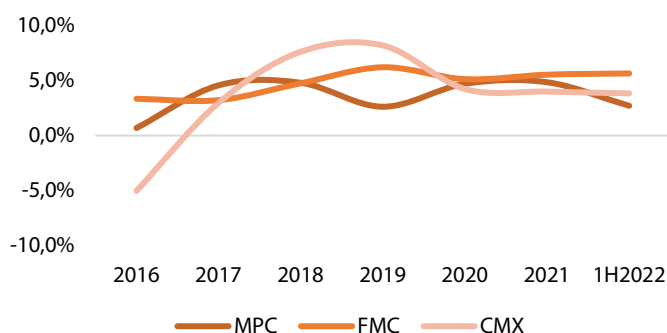
Bất chấp những biến động của ngành tôm, FMC đã công bố kết quả kinh doanh ấn tượng trong giai đoạn 2016 - 2021, đạt CAGR doanh thu 11% và CAGR LNST 21%. Ngay cả trong đại dịch COVID-19, khi nhiều công ty thủy sản bị ảnh hưởng nặng nề bởi sự gián đoạn toàn cầu và giá cước vận tải tăng vọt, FMC đã vượt qua khó khăn để đạt tăng trưởng lợi nhuận, nhờ tận dụng nhu cầu cao của kênh phân phối bán lẻ trong bối cảnh kiểm dịch chặt chẽ trên toàn cầu và nâng cao hiệu quả của việc nuôi tôm.

Hình 25: Doanh thu và lợi nhuận ròng từ 2016-9T2022 (tỷ đồng)



Nguồn: FMC, CTCK Rông Việt

Hình 26: So sánh biên ròng giữa các công ty cùng ngành (%)

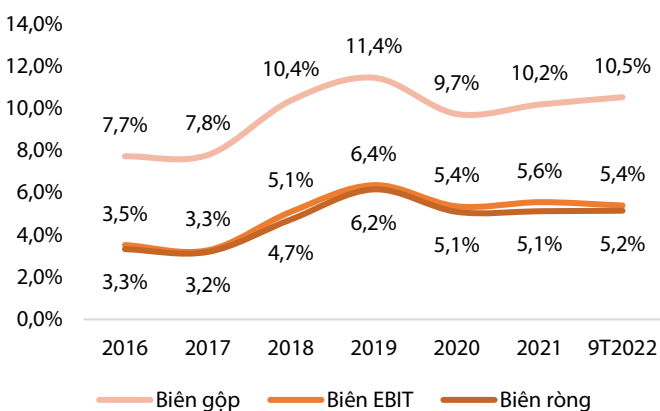


Nguồn: FiinPro, CTCK Rông Việt

Biên lợi nhuận gộp mỏng nhưng có xu hướng cải thiện

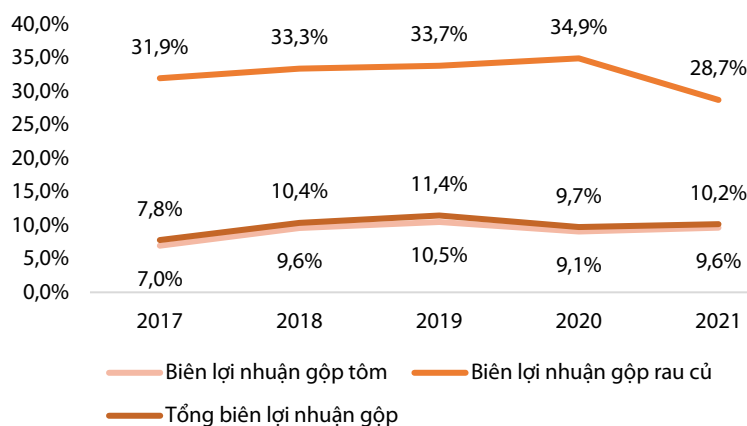
Ngành xuất khẩu tôm có biên lợi nhuận gộp mỏng do chi phí đầu vào cao. Điểm nghẽn của các doanh nghiệp tôm là tỷ lệ tự chủ nguyên liệu còn thấp nên tỷ suất lợi nhuận gộp của ngành tôm cũng biến động mạnh theo giá bán và giá thu mua nguyên liệu của các hộ dân. Điểm tích cực là biên lợi nhuận gộp của FMC cải thiện từ 7,7% năm 2016 lên 10,3% năm 2021 nhờ tăng tính tự chủ và hiệu quả nuôi tôm, đồng thời tăng tỷ trọng sản phẩm chế biến sâu có biên lợi nhuận gộp tốt hơn. Mảng nông sản, chỉ chiếm 3% doanh thu nhưng lại có biên lợi nhuận gộp cao, trên 30%. Việc tăng công suất mảng nông sản cũng sẽ giúp biên lợi nhuận của công ty dần cải thiện trong những năm tới.

Hình 27: Biên gộp, biên EBIT và biên ròng của FMC từ 2016 - 9T2022



Nguồn: FMC, CTCK Rông Việt

Hình 28: Biên gộp theo sản phẩm (%)

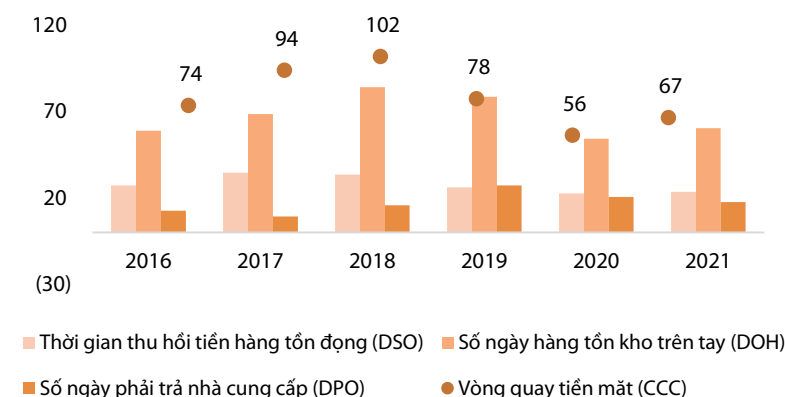


Nguồn: FMC, CTCK Rông Việt

Hiệu quả hoạt động cải thiện đáng kể

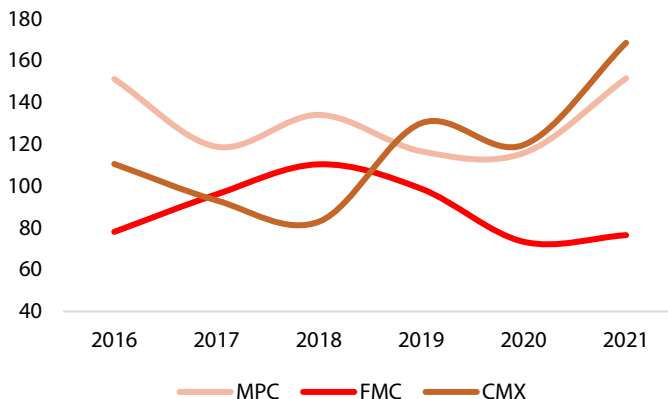
Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (CCC) của FMC có xu hướng giảm rõ rệt sau năm 2018, từ trung bình 3 quý xuống còn 2 quý, trong khi tỷ lệ này của các công ty cùng ngành có xu hướng tăng. Chúng tôi tin rằng sự tham gia của PAN đã góp phần cải thiện đáng kể nhóm chỉ số hiệu quả hoạt động của FMC thông qua việc đàm phán lại thời gian thu tiền khách hàng và nhanh chóng tìm kiếm khách hàng mới. Hàng tồn kho của FMC chủ yếu ở dạng thành phẩm. Số ngày tồn kho có xu hướng tăng theo năm khi sản lượng tiêu thụ của ngành tôm gặp khó khăn hoặc lợi dụng giá tôm nguyên liệu thấp để tích trữ nguyên liệu giá rẻ, chẳng hạn như giai đoạn 2017-2018.

Hình 29: Nhóm chỉ số hiệu quả hoạt động của FMC trong giai đoạn 2016 – 2021 (ngày)



Nguồn: FMC, CTCK Rồng Việt

Hình 30: Vòng quay tiền mặt của các công ty trong ngành (ngày)



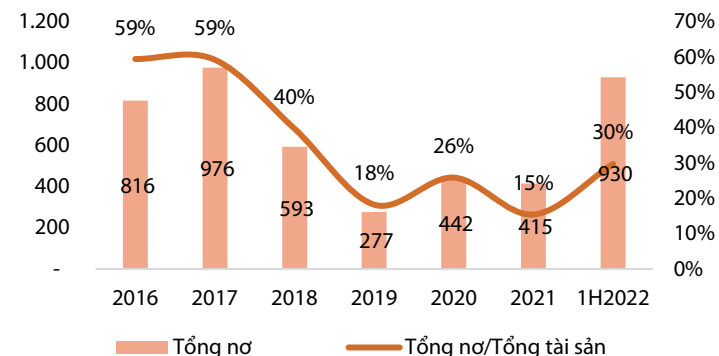
Nguồn: FMC, CTCK Rồng Việt

Tích cực xóa nợ để đạt cơ cấu tài chính lành mạnh

Kể từ năm 2018, FMC đã đẩy mạnh tái cấu trúc cơ cấu vốn của mình bằng cách trả nợ và tăng cường phát hành cổ phiếu. Do đó, tỷ lệ Nợ vay/VCSH giảm mạnh từ 250% năm 2015 xuống chỉ còn 21% năm 2021. Công ty không sử dụng nợ dài hạn. Khoản nợ ngắn hạn của công ty chủ yếu bao gồm các khoản phải trả và nợ ngắn hạn để tài trợ vốn lưu động. Điều này cũng giúp chi phí lãi vay giảm nhanh chóng, do đó, tỷ lệ bao phủ nợ vay (EBIT/lãi vay) được cải thiện từ 5,6 lần trong FY2016 lên 18,3 lần trong FY2021.

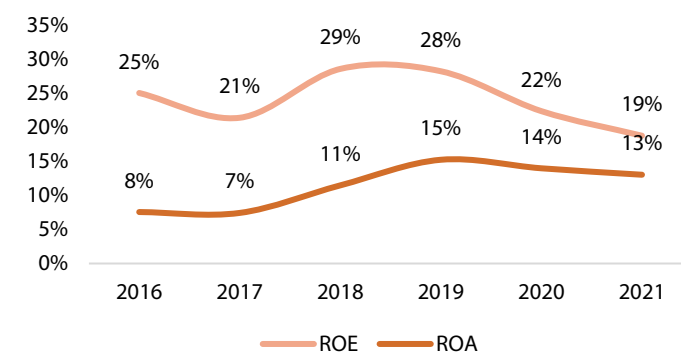
Do tăng vốn bằng phát hành cổ phiếu tỷ lệ 33% trong năm 2021 để tài trợ xây dựng nhà máy và mở rộng vùng nuôi nên ROE của công ty có xu hướng giảm trong những năm gần đây. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng công ty đã tận dụng tốt số tiền thu được để nhanh chóng mở rộng quy mô kinh doanh trong năm 2022 và bắt đầu đóng góp lợi nhuận từ năm 2023. Đồng thời, công ty cũng không có kế hoạch phát hành thêm cổ phiếu. Do đó, chúng tôi kỳ vọng ROE của công ty sẽ dần cải thiện trong những năm tới.

Hình 31: Tỷ lệ nợ/tổng tài sản(%)



Nguồn: FMC, CTCK Rồng Việt

Hình 32: ROE & ROA (%)

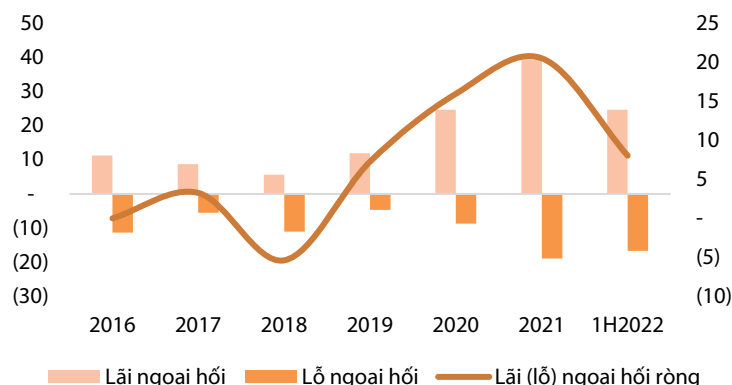


Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

Lãi/lỗ ngoại hối bị ảnh hưởng bởi USD

Hầu hết các khoản phải thu và đi vay của FMC đều được thanh toán bằng USD. Do quy mô các khoản phải thu lớn hơn các khoản vay, FMC thường ghi nhận lãi ngoại hối trong thời gian tăng giá USD và ngược lại. Tuy nhiên, vì tất cả các khoản nợ đều ngắn hạn, công ty có thể linh hoạt chuyển đổi đồng tiền thanh toán bằng USD hoặc VND để giảm thiểu lỗ ngoại hối. Năm 2022, chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ ghi nhận mức tăng lãi ngoại hối ròng là 19 tỷ đồng.

Hình 33: Lãi/lỗ ngoại hối và lãi ròng/(lỗ) của FMC (tỷ đồng)

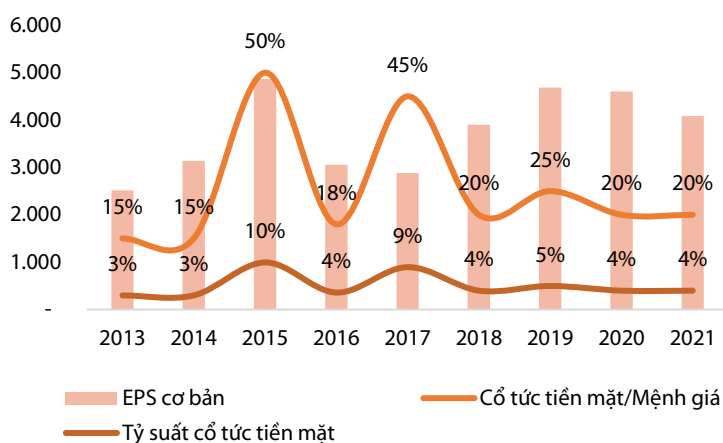


Nguồn: FMC, CTCK Rồng Việt

Chính sách cổ tức ổn định

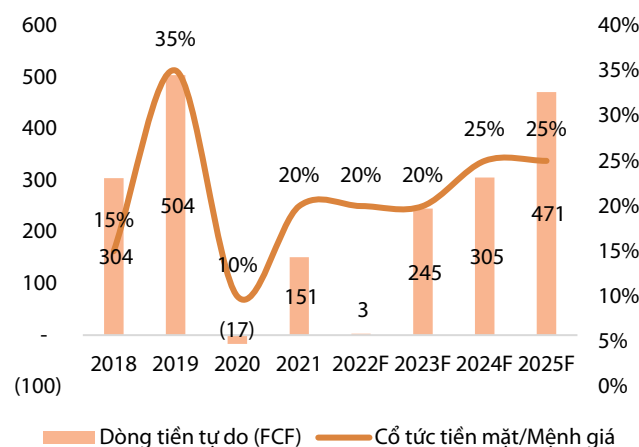
Trước năm 2018, chính sách cổ tức tiền mặt của FMC có xu hướng dựa trên cơ sở kết quả kinh doanh. Cụ thể, FMC đã trả cổ tức bằng tiền mặt từ 15 – 20% trong những năm bình thường và tăng đột ngột lên 45 – 50% trong những năm có kết quả kinh doanh vượt trội. Tuy nhiên, từ năm 2018 trở đi, chúng tôi nhận thấy FMC đã nghiêng về việc chính sách cổ tức ổn định, thường là 20%-25% cổ tức tiền mặt mỗi năm.

Hình 34: Tỷ lệ cổ tức tiền mặt (%) và EPS cơ bản (VND) của FMC



Nguồn: FMC, CTCK Rồng Việt

Hình 35: FCF (tỷ đồng) và tỷ lệ cổ tức tiền/mệnh giá (%)



Nguồn: FMC, CTCK Rồng Việt

DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

Dự phóng

Doanh thu và LNST sau CĐTS năm 2022 dự kiến lần lượt là 6.059 tỷ đồng (+17% YoY) và 323 tỷ đồng (+21% YoY). Các giả định chính là:

- Năm 2022, nhờ nhu cầu đối với các sản phẩm tôm phục hồi sau COVID-19, chúng tôi kỳ vọng sản lượng xuất khẩu tôm và giá bán trung bình của FMC sẽ tăng trưởng lần lượt 5% và 7% YoY.
- Tỷ suất lợi nhuận gộp có thể tăng 50 điểm cơ bản để đạt 10,7% trong năm 2022.
- Chúng tôi dự đoán rằng công ty có thể đạt mức lãi ròng từ tỷ giá hối đoái là 19 tỷ đồng trong năm 2022 nhờ đồng USD tăng giá.

Kết quả kinh doanh 2023 có thể chỉ tăng trưởng 1 con số trước áp lực từ phía cầu

Năm 2023, nhu cầu các thị trường tiêu thụ tôm chính của Việt Nam dự kiến sẽ chứng lại khi nền kinh tế toàn cầu biến động tiêu cực, lạm phát chưa có dấu hiệu hạ nhiệt và hàng tồn kho cao tại các nước nhập khẩu. Tôm được xem là một loại protein cao cấp, vì vậy tiêu thụ sẽ chậm lại khi người tiêu dùng ở nhiều nước thắt chặt chi tiêu để đối phó với tình hình lạm phát cao kỷ lục. Bên cạnh đó, đồng nội tệ của EU, Anh, Nhật Bản và Hàn Quốc liên tục mất giá so với USD đã làm giảm sức mua tại các thị trường trọng điểm này. Tuy nhiên, như đã đề cập ở trên, chúng tôi cho rằng xuất khẩu tôm của Việt Nam có thể chậm lại nhưng khó có thể giảm mạnh do nhu cầu đối với tôm chế biến của Việt Nam nhìn chung ổn định. Sản phẩm tôm chế biến của Việt Nam có thể tiêu thụ chậm nhưng khó bị các sản phẩm tôm khác thay thế.

Đối với FMC, trong năm 2023, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST sau CĐTS lần lượt đạt 6.249 tỷ đồng (+3% YoY) và 356 tỷ đồng (+10% YoY), dựa trên các giả định như sau:

- Chúng tôi kỳ vọng sản lượng xuất khẩu tôm của công ty sẽ tăng 7% trong năm 2023, thấp hơn so với kế hoạch ban đầu của FMC là 20% do những tác động tiêu cực nêu trên. Sự gia tăng sản lượng này được thúc đẩy bởi sự gia tăng khách hàng đầu ra cho nhà máy mới mà chúng tôi thận trọng dự báo sẽ chỉ hoạt động với 20% công suất trong năm 2023. Công ty có thể tăng đơn đặt hàng từ khách hàng mới, chẳng hạn như Costco ở Mỹ, và tăng đơn đặt hàng từ khách hàng Nhật Bản hiện tại - Kyokuyo.
- Giá bán tôm nhiều khả năng sẽ giảm trong năm 2023 nhưng ít tác động đến biên lợi nhuận ròng. Trong năm 2023, chúng tôi dự báo giá bán trung bình của FMC sẽ giảm 6% YoY do chi phí logistics hạ nhiệt và giá nguyên vật liệu giảm. Trong giai đoạn 2021-2022, giá bán bình quân tăng trong bối cảnh chi phí vận chuyển tăng cao và tình trạng khan hiếm lương thực toàn cầu, nhưng chi phí bán hàng cũng tăng tương ứng do chi phí vận tải tăng cao. Do đó, việc tăng giá bán có rất ít tác động thực sự đến lợi nhuận trong giai đoạn này. Theo đó, mặc dù giá bán có khả năng giảm trong năm 2023, chúng tôi kỳ vọng giá nguyên liệu sẽ giảm cùng thời điểm, một phần do tỷ lệ nguyên liệu tự cung cấp tăng, giúp biên lợi nhuận gộp mảng tôm cải thiện 30 điểm cơ bản lên 10,5%. **(Hình 37, Bảng 5)**
- Chi phí bán hàng/doanh thu có thể sẽ giảm 30 điểm cơ bản do giá cước vận tải giảm.
- Tỷ suất lợi nhuận ròng sẽ tăng 28 điểm cơ bản lên 5,7% vào năm 2023.

LNST dự kiến sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR là 15% trong giai đoạn FY2021 – 2026F

Chúng tôi tin rằng những tác động tiêu cực của nền kinh tế thế giới đối với ngành tôm và FMC năm 2023 chỉ là tạm thời, phản ánh vào việc chậm tiến độ hoạt động công suất nhà máy mới và lợi nhuận chỉ tăng nhẹ. Khi vượt qua các khó khăn, chúng tôi mong đợi từ năm 2024 trở đi, các nguồn lực nội bộ của công ty sẽ sẵn sàng cho một sự tăng trưởng vượt bậc. Một khi nền kinh tế toàn cầu phục hồi và nhu cầu tôm tăng trở lại, chúng tôi kỳ vọng FMC sẽ tăng công suất nhanh chóng và tìm kiếm khách hàng đầu ra với sự giúp đỡ của Tập đoàn PAN và C.P Việt Nam, đặc biệt đó cũng là thời điểm những lợi thế của EVFTA

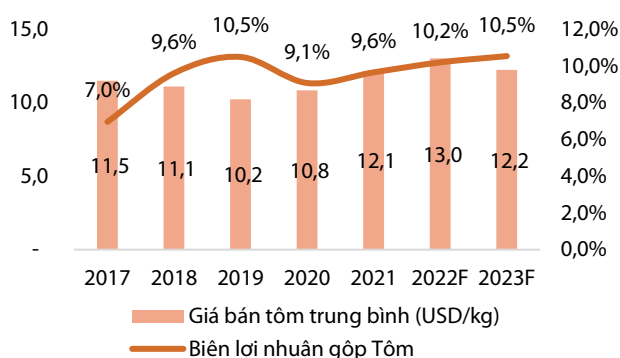
phát huy hết hiệu lực. Vậy nên, chúng tôi dự phóng **doanh thu và LNST của FMC sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR lần lượt là 9% và 15% trong giai đoạn FY2021 - 2026F**.

Bảng 5: Dự phóng doanh thu cho giai đoạn 2022 - 2024

	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
TÔM						
Sản lượng (tấn)	14.998	17.241	17.941	18.882	20.178	21.848
% tăng trưởng svck	5%	15%	4%	5%	7%	8%
Giá bán trung bình (USD/kg)	10,2	10,8	12,1	13,0	12,2	12,1
% tăng trưởng svck	-8%	6%	12%	7%	-6%	-1%
Doanh thu (tỷ đồng)	3.557	4.300	5.048	5.899	6.071	6.498
Biên gộp tôm (%)	10,5%	9,1%	9,6%	10,2%	10,5%	10,7%
RAU CÚ						
Sản lượng (tấn)	1.691	1.201	1.592	1.672	1.839	2.023
Giá bán trung bình (VND/kg)	90.302	96.053	94.786	95.734	96.692	97.659
Doanh thu (tỷ đồng)	153	115	151	160	178	198
Biên gộp rau củ (%)	34%	35%	29%	30%	33%	33%
Tổng doanh thu (tỷ đồng)	3.710	4.415	5.199	6.059	6.249	6.696
% tăng trưởng svck	-3%	19%	18%	17%	3%	7%
Biên gộp công ty (%)	11,4%	9,7%	10,2%	10,7%	11,2%	11,4%

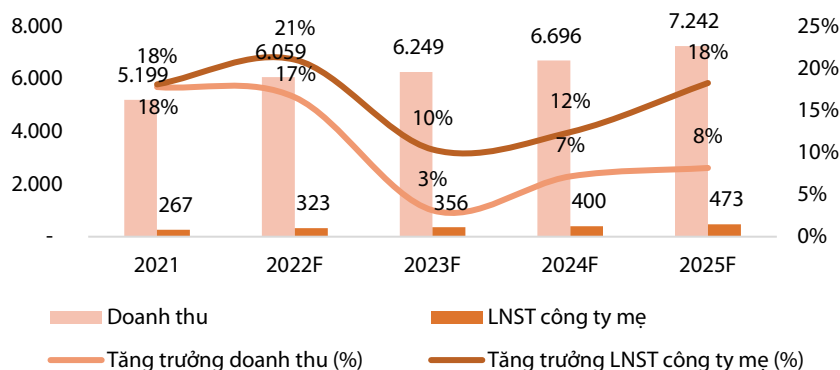
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 36: Giá xuất khẩu tôm trung bình (USD/kg) và biên gộp tôm (%)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 37: Dự phóng doanh thu và LNST công ty mẹ (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 4: Phân tích độ nhạy tăng trưởng giá trị xuất khẩu tôm 2023F đối với tăng trưởng sản lượng và tăng trưởng giá bán trung bình, với các điều kiện khác không đổi

		Tăng trưởng sản lượng				
		-9%	1%	11%	16%	21%
Tăng trưởng ASP	-17%	-24%	-16%	-8%	-4%	1%
	-12%	-20%	-11%	-2%	2%	7%
	-7%	-15%	-6%	3%	8%	13%
	-2%	-11%	-1%	9%	14%	19%
	3%	-6%	4%	14%	20%	25%

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 5: Phân tích độ nhạy tăng trưởng lợi nhuận ròng năm 2023F đối với tăng trưởng doanh thu và biên gộp, với các điều kiện khác không đổi

		Tăng trưởng doanh thu				
		-7%	-2%	3%	8%	13%
Biên gộp	10,2%	-16%	-11%	-7%	-3%	2%
	10,7%	-8%	-3%	2%	7%	12%
	11,2 %	0%	6%	11%	16%	21%
	11,7 %	8%	14%	20%	25%	31%
	12,2 %	16%	23%	29%	35%	41%

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Định giá

Chúng tôi sử dụng kết hợp FCFF và P/E để xác định giá mục tiêu một năm của FMC. Đối với phương pháp FCFF, chúng tôi áp dụng WACC là 13,4% và tốc độ tăng trưởng vĩnh viễn là 2,3%. Đối với phương pháp P/E, chúng tôi áp dụng P/E mục tiêu năm 2022 là 8,0 lần, thấp hơn 30% so với P/E trung bình 5 năm để phản ánh những khó khăn ngắn hạn trong năm 2023. Chúng tôi đưa ra **giá trị hợp lý là 45.000 đồng/cổ phiếu**, cộng với cổ tức tiền mặt dự kiến là 2.000 đồng/cổ phiếu cho năm 2022. Con số này tương đương với mức sinh lời kỳ vọng là 37%, dựa trên giá đóng cửa vào ngày 01/12/2022.

Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF và P/E tỷ lệ 40/60 để định giá FMC. Theo quan điểm của chúng tôi, sự kết hợp thiên về định giá P/E là hợp lý do đặc tính chu kỳ của công ty chủ yếu bị ảnh hưởng bởi tính biến động của cả đầu vào và đầu ra của tôm. Mặc dù chúng tôi có quan điểm tích cực về triển vọng tăng trưởng dài hạn của công ty nhờ mở rộng công suất và tiềm năng thị trường xuất khẩu, nhưng chúng tôi nhận thấy những bất ổn trong tăng trưởng ngắn hạn, đặc biệt là năm 2023, do bị ảnh hưởng bởi suy thoái kinh tế toàn cầu. Cơ sở lý luận này giúp chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của phương pháp DCF cao hơn so với phương pháp P/E của chúng tôi, mà chúng tôi cho rằng phương pháp DCF có khả năng nắm bắt tốt hơn triển vọng tăng trưởng dài hạn của công ty.

Bảng 7: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Định giá	Tỷ trọng	Đóng góp
FCFF (WACC: 13,4%, g: 2,3%)	53.575	40%	21.400
P/E (mục tiêu năm 2022 là 8 lần)	39.465	60%	23.600
Giá mục tiêu		100%	45.000
	P/E 2022F theo giá mục tiêu		9,1x
	P/E 2023F theo giá mục tiêu		8,3x

Nguồn: CTCK Rong Việt

Bảng 8: Dòng tiền chiết khấu

FCFF	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
LNST	323	356	400	473	534
+ Khấu hao	94	108	121	130	140
+ Lãi vay* (1-t)	17	29	26	28	30
- Doanh thu tài chính	78	51	23	27	36
Thay đổi vốn lưu động	139	88	87	108	118
- Đầu tư tài sản	300	150	150	50	50
FCFF	-83	203	287	446	500

Nguồn: CTCK Rong Việt

Bảng 9: Định giá FCFF

WACC (%)	FCFF	Tỷ đồng
Beta	1,02	Giá trị hiện tại của FCFF tích lũy
Phần bù rủi ro	10,0%	Giá trị hiện tại của dòng tiền cuối kỳ
Lãi suất phi rủi ro	5,0%	(+) Tiền và các khoản tương đương tiền
Chi phí vốn chủ sở hữu	15,0%	(-) Nợ
Chi phí nợ	6,8%	Giá trị vốn chủ sở hữu
Nợ/VCSH	25%	Số lượng cổ phiếu (triệu)
WACC	13,4%	Giá mỗi cổ phiếu (VND)
		53.575

Nguồn: CTCK Rong Việt

Bảng 10: So sánh các công ty cùng ngành

	Vốn hoá thị trường (triệu USD)	ROE (%)	ROA (%)	Tăng trưởng doanh thu (%)	Tăng trưởng EPS TTM (%)	Biên góp (%)	Biên ròng (%)	EV/EBITDA (x)	P/E (x)	P/E trung bình 5 năm(x)
ANV	90	23	12	43	283	27	13	4,0	3,6	19,6
VHC	507	33	22	62	76	23	17	4,7	5,6	9,7
MPC	268	12	7	-5	-6	14	5	9,9	10,5	9,1
IDI	73	20	8	22	920	15	8	4,8	2,9	16,1
CMX	25	9	4	63	-36	14	3	6,3	6,2	12,6
FMC	82	21	11	20	26	11	6	5,4	5,9	11,9
TRUNG BÌNH	174	20	11	34	196	17	9	5,8	5,8	13,1
TRUNG VỊ	86	20	10	33	26	14	7	5,1	5,7	12,2

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Dữ liệu thị trường ngày 22/11/2022 | TTM: cơ sở dữ liệu 12 tháng gần nhất trên BCTC Q3-FY22 và ba quý liên tiếp trước đó

Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu thuần	4.415	5.199	6.059	6.249
Giá vốn	3.986	4.670	5.410	5.551
Lãi gộp	430	529	649	698
Chi phí bán hàng	147	197	242	231
Chi phí quản lý	58	67	85	87
Thu nhập từ HĐTC	33	54	78	51
Chi phí tài chính	23	33	52	47
Lợi nhuận khác	0	3	3	3
Lãi/lỗ từ liên doanh/liên kết	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	237	289	351	387
Thuế TNDN	11	2	11	12
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	20	18	19
Lợi nhuận sau thuế	226	267	323	356
EBIT	225	265	322	379
EBITDA	302	348	416	487

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2020A	2021A	2022F	2023F
Tăng trưởng				
Doanh thu	19,0	17,8	16,5	3,1
EBITDA	-0,8	15,1	19,5	17,1
EBIT	-5,1	17,5	21,6	17,8
Lợi nhuận sau thuế	-1,7	18,1	21,0	10,3
Tổng tài sản	12,5	57,2	4,7	6,2
Vốn chủ sở hữu	15,2	64,8	4,1	5,7
Khả năng sinh lợi				
Biên gộp	9,7	10,2	10,7	11,2
Biên EBITDA	6,8	6,7	6,9	7,8
Biên EBIT	5,1	5,1	5,3	6,1
Biên ròng	5,1	5,1	5,3	5,7
ROA	13,2	9,9	11,5	11,9
ROCE	20,4	13,3	15,5	17,2
ROE	20,9	15,0	17,4	18,2

Hiệu quả hoạt động (x)

Vòng quay các khoản phải thu	14,5	14,1	15,1	15,1
Vòng quay hàng tồn kho	6,6	5,0	5,3	5,0
Vòng quay các khoản phải trả	24,2	16,3	20,2	20,2

Tính thanh khoản (x)

Tỷ số hiện hành	2,0	3,1	2,4	2,3
Tỷ số thanh toán nhanh	1,0	1,7	1,0	0,9

Cấu trúc tài chính

Tổng nợ/VCSH	40,9	23,3	26,0	27,9
Vay ngắn hạn/VCSH	40,9	23,3	26,0	27,9
Vay dài hạn/VCSH	0,0	0,0	0,0	0,0

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2020A	2021A	2022F	2023F
Tiền	268	770	303	250
Đầu tư tài chính ngắn hạn	10	25	285	372
Các khoản phải thu	305	368	401	413
Tồn kho	608	941	1.028	1.110
Tài sản ngắn hạn khác	30	38	31	31
Tài sản cố định hữu hình	314	450	656	698
Tài sản cố định vô hình	1	1	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	175	98	115	118
Tổng tài sản	1.711	2.691	2.818	2.993
Các khoản phải trả	165	287	268	275
Vay nợ ngắn hạn	442	415	469	511
Vay nợ dài hạn	0	0	0	0
Các khoản phải nợ phải trả dài hạn khác	10	10	12	12
Quỹ khen thưởng phúc lợi	13	2	2	2
Quỹ đầu tư & phát triển	0	0	0	0
Tổng nợ phải trả	630	714	751	800
Cổ phiếu phổ thông và APIC	681	1.248	1.248	1.248
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	400	534	607	714
Các thu nhập toàn diện khác	0	0	0	0
Quỹ đầu tư & phát triển	0	0	0	0
Tổng VCSH	1.081	1.782	1.855	1.961
Lợi ích CĐTS	0	20	38	57

Đơn vị tính: tỷ đồng

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2020A	2021A	2022F	2023F
LNTT	237	289	351	387
Khấu hao	19	81	94	108
Các điều chỉnh	65	3	0	0
Thay đổi vốn lưu động	-276	-186	-142	-100
Tiền thuần từ HĐKD	44	186	303	395
Thay đổi TSCĐ	-58	-35	-300	-150
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	-4	-205	-16	-4
Lãi vay, cổ tức, LN tiền mặt được chia	0	0	0	0
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	-63	-240	-316	-154
Nhận/trả lại vốn góp	0	163	0	0
Vay mới/trả nợ vay	166	-28	54	42
Cổ tức, LN trả cho CĐ	-123	419	-251	-250
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	43	555	-197	-208
Tiền đầu năm	244	268	769	303
Tiền thuần trong kỳ	24	501	-210	34
Tiền cuối kỳ	268	769	303	250

BÁO CÁO CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Phương Lam

Head of Research

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

- Thị trường
- BĐS Khu công nghiệp

Trần Hà Xuân Vũ

Senior Manager

vu.thx@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1512)

- Dầu khí
- Phân bón

Phạm Thị Tố Tâm

Manager

tam.ptt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm
- Vật liệu xây dựng

Đỗ Thanh Tùng

Manager

tung.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Hàng không
- Logistics
- Thị trường

Nguyễn Thị Ngọc An

Senior Analyst

an.ntn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1541)

- Thực phẩm & Đồ uống
- Ô tô & Phụ tùng

Trần Kỳ Anh

Senior Analyst

anh.tk@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1544)

- Thị trường
- Bất động sản
- Xây dựng

Nguyễn Hồng Loan

Analyst

loan.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1531)

- Bán lẻ
- Thủy sản
- Thực phẩm & Đồ uống

Nguyễn Ngọc Thảo

Analyst

thao.nn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Tiện ích công cộng
- Ngân hàng

Cao Ngọc Quân

Analyst

quan.cn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (2223)

- Cảng biển
- Dược

Trần Thị Ngọc Hà

Assistant

ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

Lê Tự Quốc Hưng

Analyst

hung.ltq@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1546)

- Thị trường
- Bất động sản KCN

Bernard Lapointe

Senior Consultant

bernard.lapointe@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

Trần Thị Hà My

Senior Consultant

my.tth@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

Trịnh Thị Thu Hoài

Analyst

hoai.ttt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1545)

- Dệt may
- Tiện ích công cộng

Bùi Đặng Cát Khánh

Assistant

khanh.bdc@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Lầu 1-2-3-4, tòa nhà Viet Dragon
141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM

T (+84) 28 6299 2006 **E** info@vdsc.com.vn
F (+84) 28 6291 7986 **W** www.vdsc.com.vn

MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow
02 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội

T (+84) 24 6288 2006
F (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, số 76 Quang Trung, P. Lộc Thọ,
TP. Nha Trang, Khánh Hòa

T (+84) 25 8382 0006
F (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank
95-97-99 Võ Văn Tấn, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ

T (+84) 29 2381 7578
F (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu

T (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

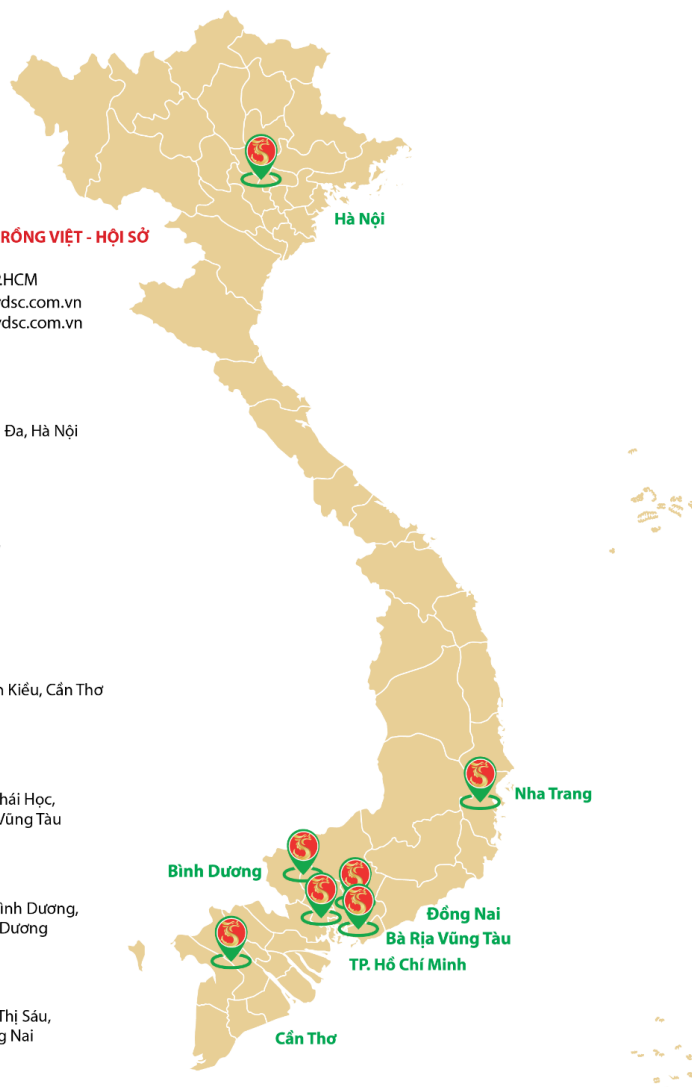
Tầng 3 Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương

T (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai

T (+84) 25 1777 2006



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các tổ chức, cá nhân bao gồm cả Rong Viet Securities và các tổ chức, cá nhân có liên quan có thể sử dụng Bản báo cáo này như là một tài liệu tham khảo. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này. Bản báo cáo này do Bộ phận Phân tích của Rong Viet Securities thực hiện một cách độc lập. Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2022.**