

CTCP Thực Phẩm Sao Ta

Rủi ro thuế CBPG giảm, định giá hấp dẫn

03/04/2026

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đức Quân
quannnd@kbsec.com.vn

LNST cả năm tăng gần 14% bất chấp các rào cản thương mại & chính sách dự phòng thận trọng

Trong 4Q25, FMC ghi nhận doanh thu và LNST công ty mẹ đạt lần lượt 1,335 tỷ VNĐ (-2.1% YoY) và 141 tỷ VNĐ (+28% YoY). Lũy kế, doanh nghiệp công bố doanh thu và LNST công ty mẹ đạt 8,185 tỷ VNĐ (+18.4% YoY) và 348 tỷ VNĐ (+14% YoY).

Giá bán tôm cao trên toàn cầu và nhu cầu chạy trước thúc đẩy hoạt động của FMC

Sản lượng bán hàng chung của doanh nghiệp ước đạt 24,458 tấn (+10% YOY), hoàn thành 100% dự phóng của chúng tôi và được thúc đẩy bởi nhu cầu tiêu thụ tích cực ở các thị trường. Trong 4Q25 và 1Q26, doanh nghiệp chủ yếu xuất khẩu sang Nhật và EU với cơ cấu chủ yếu là các mặt hàng chế biến sâu có biên lợi nhuận tốt hơn. Hiệu quả nuôi tôm tại các trang trại cũng được cải thiện, đóng góp đáng kể vào kết quả kinh doanh.

Lợi thế về thuế CBPG tại Mỹ sẽ thúc đẩy sản lượng trong 2025

Bộ thương mại Mỹ (DOC) công bố mức thuế 25.7% với hai doanh nghiệp Việt Nam trong kì rà soát xuất khẩu năm 2023, và 4.58% đối với 22 doanh nghiệp khác thuộc bị đơn tự nguyện, bao gồm FMC. Chúng tôi kì vọng FMC sẽ tận dụng thời điểm này chiếm thêm thị phần của doanh nghiệp Việt Nam chịu thuế cao. Ngoài ra, với tư cách bị đơn trong kì rà soát năm nay (POR20, xuất khẩu của năm 2024), FMC sẽ có quyền chủ động chứng minh biên độ phá giá là 0%, qua đó giúp hoàn nhập ước tính từ 60 tỷ - 238 tỷ VNĐ, tương đương 15%-58% LNTT 2025.

Phát triển giống tôm tự nuôi, kì vọng tiết giảm chi phí và cải thiện biên lợi nhuận

FMC chính thức tham gia chuỗi nuôi tôm bố mẹ, nhập trực tiếp từ doanh nghiệp nghiên cứu gen hàng đầu thế giới, nhằm sinh sản tôm giống cho trang trại tự chủ. Chúng tôi kì vọng chiến lược này sẽ đóng góp không nhỏ vào chi phí sản xuất của doanh nghiệp, giúp cải thiện LNTT từ 12%-19%.

Khuyến nghị: MUA - Giá mục tiêu 56,600 VND/cổ phiếu

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với FMC với giá mục tiêu là 56,600 VNĐ/ cổ phiếu, tương đương tiềm năng tăng giá là 47%.

MUA thay đổi

Giá mục tiêu	VND56,600
Tăng/giảm (%)	47%
Giá hiện tại (03/04/2026)	VND 38,500
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 45,000
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	2.517/0.1

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	23.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	3.6/0.1
Sở hữu nước ngoài (%)	31.0%
Cổ đông lớn	Pan Group (37.75%) C.P Việt Nam (24.9%)

Biến động giá cổ phiếu

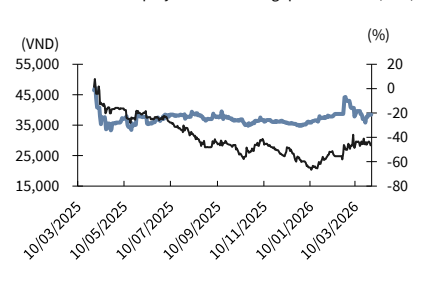
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-10.6	9.2	4.5	-18.7
Tương đối	0.4	15.4	3.9	-45.8

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	6,913	8,185	8,198	8,446
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	363	323	454	537
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VNĐ)	306	348	404	467
EPS (VNĐ)	4,675	5,328	6,178	7,143
Tăng trưởng EPS (%)	10.7	14.0	15.9	15.6
P/E (x)	8.2	7.2	6.2	-
P/B (x)	1.2	1.1	1.0	-
ROE (%)	15	16	17	18
Tỷ suất cổ tức (%)	5.2	5.2	5.2	5.2

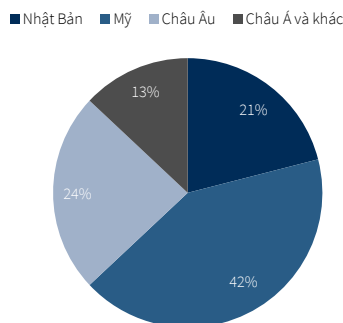
Nguồn: Fiinpro, KBSV

FMC VN Equity — Tương quan Vnindex (RHS)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cơ cấu doanh thu 2025



Hoạt động kinh doanh

Thực phẩm Sao Ta (FMC) là doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực nuôi và chế xuất tôm với gần 30 năm kinh nghiệm. Doanh nghiệp sở hữu 525 ha nuôi tôm đạt chuẩn BAP, ASC với khả năng tự chủ khoảng 40% nhu cầu tôm nguyên liệu, cao hàng đầu so với ngành. Điểm mạnh của FMC là năng lực chế biến sâu, đáp ứng nhu cầu tại các thị trường lớn là Nhật Bản, Mỹ và Châu Âu, đem lại tỉ suất lợi nhuận cao hơn tôm trang trại.

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Điểm nhấn đầu tư

Sản lượng tôm tiêu thụ ước tăng từ 5-10% YoY trong 2026 nhờ nhu cầu ổn định tại các thị trường chính và chiếm thêm thị phần của các DN Việt Nam chịu thuế cao tại Mỹ

Đầu tư vào chuỗi giá trị tôm bố mẹ sẽ giúp tối ưu chi phí và cải thiện biên lợi nhuận

Kỳ vọng khôi phục mức thuế chống bán phá giá từ 4.58% xuống 0% vào cuối 2026, giúp hoàn nhập dự phòng từ 60 tỷ - 238 tỷ VNĐ, tương đương 15%-58% LNTT 2025

Chú thích

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

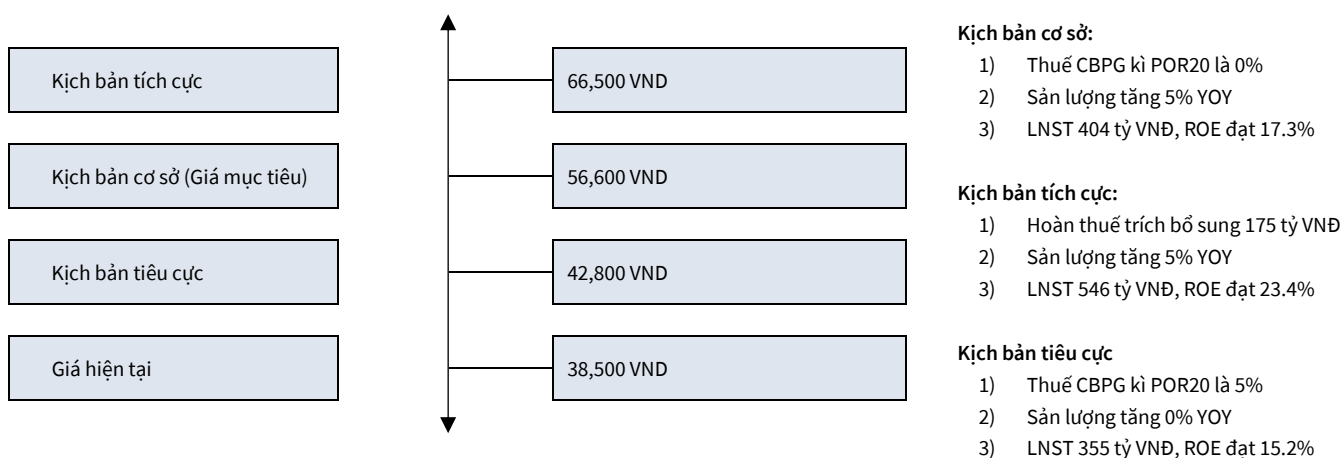
Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
Doanh thu	8,198	8,446	-7%	NA	7,666	NA	7%	NA
EBIT	454	537	17%	NA	303	NA	50%	NA
LNST công ty mẹ	404	467	15%	NA	321	NA	26%	NA

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

Quan điểm định giá



Hoạt động kinh doanh

LNST trong quý 4-2025 tăng 28%YoY

Trong quý 4-2025, FMC chủ yếu xuất khẩu sang Nhật Bản với các mặt hàng tôm chế biến sâu với biên lợi nhuận cao, tận dụng nguồn tôm tự chủ. Ngoài ra, doanh nghiệp cho biết đã thử nghiệm giống tôm tự chủ trong 2025 với kết quả năng suất cao, cho thấy triển vọng khả quan. Doanh thu trong kì này bị điều chỉnh giảm do công ty hạch toán phần thuế đối ứng trong 2 quý gần nhất, khiến tăng trưởng giảm khi so sánh với cùng kì.

Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	4Q2024	4Q2025	+/-%YoY	2024	2025	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	1,372	1,335	-3%	6,913	8,185	18%	
Tôm	1,341	1,530	14%	6,779	8,064	19%	Xem ở bảng 2 về sản lượng bán hàng và giá bán trung bình
Nông sản	30	26	-15%	141	121	-14%	
Lợi nhuận gộp	207	230	11%	752	973	29%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>15.2%</i>	<i>17.2%</i>	<i>206bps</i>	<i>10.9%</i>	<i>11.9%</i>	<i>102bps</i>	Biên gộp cải thiện mạnh trong Q3 do quyết toán vụ nuôi tôm cuối năm với chi phí thấp và tận dụng tốt thời điểm giá tôm toàn cầu neo cao vào cuối năm. Ngoài ra, hầu hết doanh thu trong quý 4 đến từ tôm chế biến sâu xuất khẩu tới thị trường Nhật Bản, đem lại sự cải thiện của biên gộp với các mặt hàng chế biến sâu có giá trị gia tăng cao.
<i>Tôm</i>	<i>14.6%</i>	<i>17.3%</i>	<i>265bps</i>	<i>10.6%</i>	<i>9.3%</i>	<i>-125bps</i>	
<i>Nông sản</i>	<i>60.4%</i>	<i>63.0%</i>	<i>256bps</i>	<i>30.3%</i>	<i>42.6%</i>	<i>1231bps</i>	
Thu nhập tài chính	60	32	-47%	112	153	37%	Chủ yếu đến từ số dư tiền gửi cao hơn và tỉ giá neo cao giúp ghi nhận khoản lãi từ phải thu khách hàng.
Chi phí tài chính	(7)	(22)	204%	(53)	(66)	24%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	-	-	-	0	0	-	
SG&A	(70)	(74)	6%	(388)	(650)	67%	
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	190	166	-13%	422	410	-3%	
Thu nhập khác	(0.1)	0	-100%	(0)	1	-485%	
Lợi nhuận trước thuế	190	166	-12%	422	411	-3%	
Lợi nhuận sau thuế	187	135	-28%	423	386	-9%	LNTT giảm chủ yếu từ KAF (Công ty con FMC sở hữu 51%) do giá tôm nguyên liệu neo cao cả năm 2025. Cùng kì 2024, KAF tích trữ được nguồn tồn kho giá rẻ, giúp đem lại lợi nhuận đột biến.
LNST công ty mẹ	110	141	28%	306	348	14%	Hoạt động kinh doanh của công ty mẹ FMC khởi sắc với chi phí giảm, sản lượng tự nuôi tiếp tục ổn định ở mức gần 12 nghìn tấn, tương đương cùng kì.
<i>Biên LNST</i>	<i>8.03%</i>	<i>10.60%</i>	<i>257bps</i>	<i>4.42%</i>	<i>4.26%</i>	<i>-17bps</i>	

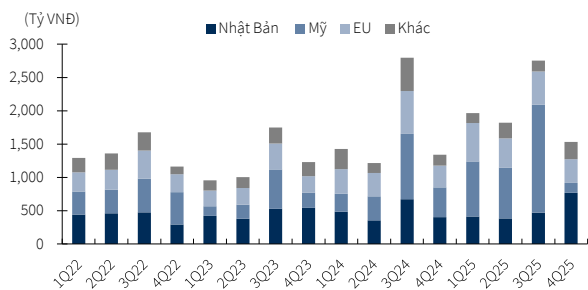
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Bảng 2. Sản lượng và giá bán hàng

(tỷ VNĐ)	4Q2024	4Q2025	+/-%YoY	2024	2025	+/-%YoY	Chú thích
Tỉ giá USD/VND	25,250	26,260	4%	25,250	26,260	4%	
Sản lượng (tấn)							
Tôm	5,638	4,969	-12%	22,164	24,540	11%	Sản lượng tôm sụt giảm do đã ghi nhận đơn hàng sang Mỹ chạy trước trong giai đoạn giữa năm. Trong quý 4, công ty chủ yếu tập trung vào thị trường Nhật Bản.
Nông sản	343	264	-23%	1,309	1,055	-19%	
Giá bán (VNĐ)							
Tôm	237,904	307,884	29%	305,870	329,712	8%	Giá bán neo cao trên toàn cầu. FMC chủ yếu xuất khẩu sang Nhật trong quý 4, tập trung vào các mặt hàng tôm chế biến sâu có giá trị gia tăng và biên lợi nhuận cao
Nông sản	88,338	97,348	10%	107,563	114,692	7%	

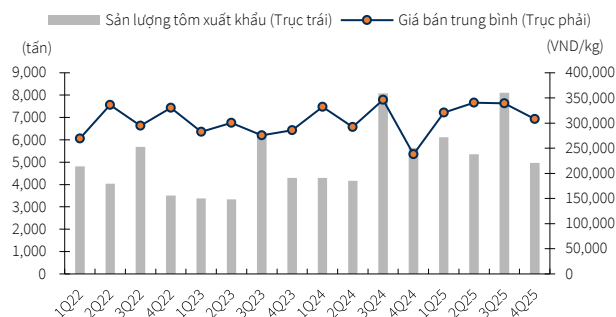
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 3. Doanh số theo thị trường của FMC



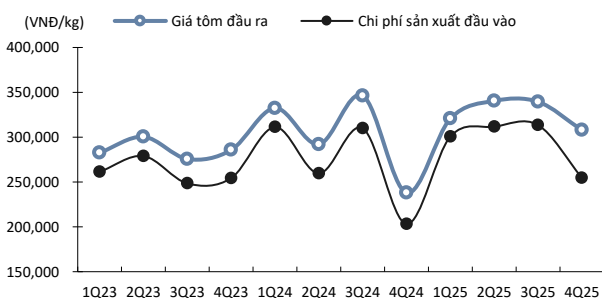
Nguồn: KBSV tổng hợp và tính toán

Biểu đồ 4. Sản lượng và giá bán trung bình của tôm xuất khẩu



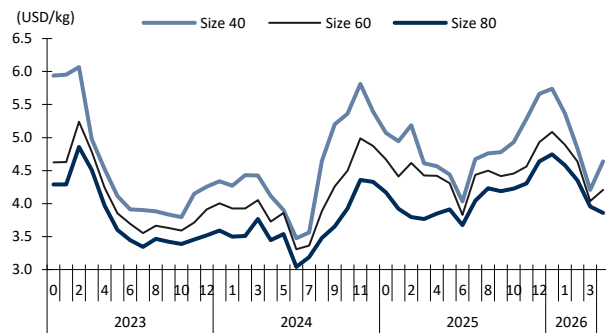
Nguồn: FMC, KBSV tổng hợp và tính toán

Biểu đồ 5. Giá bán và chi phí sản xuất tôm trung bình trên 1 kg



Nguồn: FMC

Biểu đồ 6. Giá tôm trang trại các kích cỡ (số con/kg)



Nguồn: Shrimp insight

Kì vọng đưa mức thuế CBPG về 0% trong kì POR 20 vào năm nay

Trong kì rà soát thuế chống bán phá giá - POR 19 (Rà soát số liệu từ 2/2023-1/2024), DOC công bố kết quả như sau:

- **Thông thuận và Stapimex:** mức thuế xác định là 25.7%. Yêu cầu trả bổ sung và kí quỹ khi xuất khẩu vào Mỹ ở mức 25.7%
- **Nhóm bị đơn tự nguyện (Bao gồm FMC):** mức thuế xác định là 4.58%. Yêu cầu trả bổ sung dự trên 4.58% và kí quỹ khi xuất khẩu vào Mỹ ở mức 4.28%.

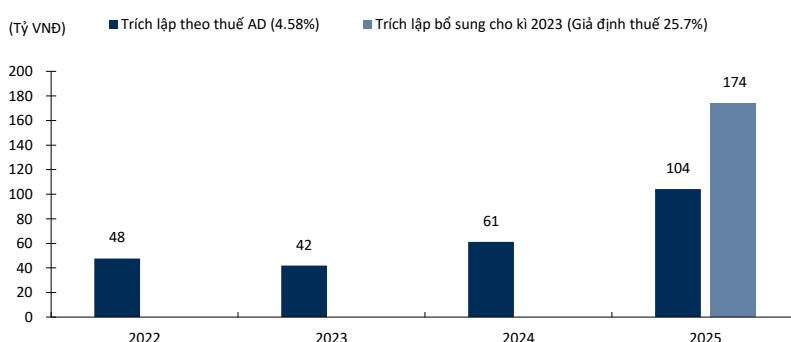
Như vậy, FMC sẽ chỉ phải trả dựa trên mức thuế 4.58%, ước hơn 40 tỷ VNĐ và đã được hạch toán đầy đủ vào kết quả kinh doanh trong năm 2023. Trong quý 4-2025, doanh nghiệp đã hạch toán bổ sung khoảng 175 tỷ dựa trên giả định mức thuế 25.7% cho kì rà soát này. Dựa trên quan điểm thận trọng, FMC cho biết sẽ duy trì mức trích lập này và để dành cho các kì rà soát tiếp theo là POR20 và POR21, tương đương mức trích lập khoảng 10.18% cho số liệu 2024 và 2025, cao hơn đáng kể so với mức 4.58%, chủ yếu do doanh nghiệp đánh giá mức thuế có thể khó lường trong bối cảnh rào cản thương mại đang là trọng tâm trong chính sách điều hành của chính phủ Mỹ hiện tại.

Mặc dù vậy, chúng tôi có quan điểm lạc quan về triển vọng hoàn thuế trong tương lai do doanh nghiệp sẽ có quyền chủ động chứng minh không bán phá giá trong 2024 và 2025. Trái ngược với các đối thủ chịu thuế cao là Stapimex và Thông Thuận - vốn lệ thuộc vào tôm mua ngoài và tập trung vào mô hình chế

biến, FMC sở hữu tỉ lệ tự chủ cao (~30%) và **tự tin với số liệu kế toán** để chứng minh giá bán không dưới chi phí sản xuất. Hiện công ty cho biết đang tích cực làm việc với Bộ Thương Mại Mỹ (DOC) nhằm trả lời và cung cấp thông tin cho kì rà soát POR 20, dự kiến có kết quả sơ bộ trong đầu quý 3-2026. Trong quá khứ, FMC đã từng làm bị đơn bắt buộc và nhận mức thuế thấp lần lượt là 0% (POR9), 4.58% (POR12) và 0% (POR13). Dựa trên tình hình, chúng tôi giả định mức thuế cuối cùng doanh nghiệp sẽ phải nhận giao động từ 0% đến 4.58% trong kì rà soát năm nay. Điều này sẽ cho phép FMC hoàn nhập các khoản dự phòng trong 2026.

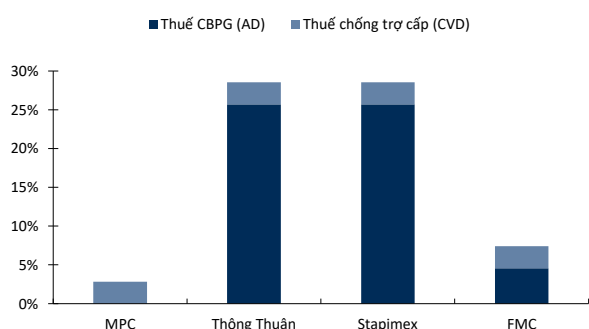
FMC đã chủ động trích lập ở mức cao. Doanh nghiệp cho biết sẽ chờ đợi kết quả trong kì POR 20 để hoàn nhập khoản dự phòng trên. Doanh nghiệp có thể hoàn nhập trong 2026 khi có kết quả hoặc luân chuyển sang 2027, tùy vào quan điểm của BLĐ về rủi ro thuế CBPG trong tương lai.

Biểu đồ 7. Trích lập chi phí bán hàng trong các năm



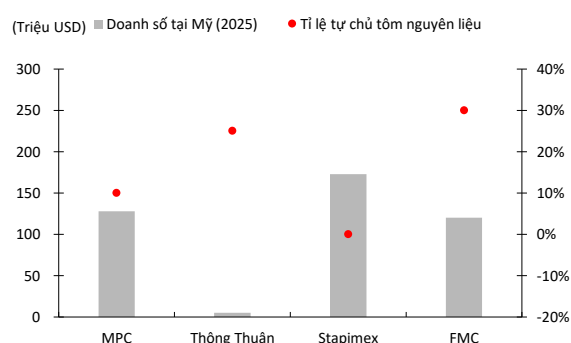
Nguồn: KBSV tổng hợp

Biểu đồ 8. Mức thuế CBPG và trợ cấp của các DN Việt Nam



Nguồn: KBSV tổng hợp

Biểu đồ 9. Tỉ lệ tự chủ và doanh số tại Mỹ trong 2025



Nguồn: FMC, KBSV tổng hợp

So với các đối thủ cùng ngành, triển vọng của FMC được đánh giá là thuận lợi nhất nhờ mức thuế thấp hơn Stapimex và Thông Thuận, và tỉ lệ tự chủ nguyên liệu tôm trang trại (30%) cao nhất cả nước đem lại giá vốn thấp, so với MPC. Chúng tôi kì vọng FMC sẽ tận dụng lợi thế này để duy trì thị phần cao tại Mỹ, Nhật Bản và Anh, đem lại tăng trưởng sản lượng +5% YoY trong kịch bản cơ sở, tương đương kế hoạch đặt ra của ban lãnh đạo.

Đầu tư vào chuỗi tôm bố mẹ, kì vọng giảm chi phí nuôi và tăng biên lợi nhuận

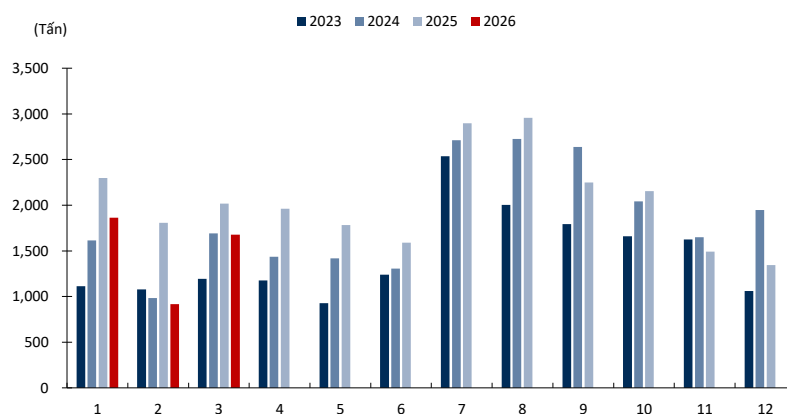
FMC cho biết đang hoàn thiện chuỗi tôm bố mẹ, kì vọng giúp cắt giảm chi phí sản xuất trong quy trình nuôi. Trước đây, FMC chủ yếu mua ngoài tôm giống từ CP (cổ đông lớn sở hữu 24.9% cổ phần), nhưng không được hưởng lợi về giá và vẫn phải cạnh tranh với các trang trại khác. Với phương pháp mới, doanh nghiệp kì vọng sẽ cắt giảm chi phí mua ngoài và gia tăng vòng quay ao tôm trong dài hạn. Theo đó, FMC sẽ nhập tôm bố mẹ trưởng thành từ Shrimp Information System (SIS) – tập đoàn cung cấp tôm giống có thị phần lớn nhất thế giới, và tiến hành phát triển tự sản sinh giống tôm thịt cho trang trại hiện hữu. Ước tính hàng năm, chi phí giống mua ngoài khoảng 70-100 tỷ, ~ 1.4% tổng giá vốn của doanh nghiệp. Nếu năng suất hiệu quả tương đương trước kia, chúng tôi ước tính chi phí giống có thể giảm khoảng 50%-80% so với mua ngoài, tương đương có thể làm tăng LNTT từ 12%-19%. Ban lãnh đạo cho biết đã thử nghiệm trong 1 vụ nuôi trong 2025 với kết quả năng suất khả quan, cho thấy tiềm năng nhân rộng trong thời gian tới. Hiện dự án vẫn đang trong quá trình thử nghiệm cuối cùng và kì vọng sớm đem lại kết quả trong năm nay.

KQKD 1Q-2026 dự kiến ở mức thấp do tác động của tết nguyên đán và chờ đợi kết quả thuế chống bán giá

BLĐ công bố KQKD 3 tháng đầu năm với doanh thu đạt 50.3 triệu USD (-29% YoY) và sản lượng tiêu thụ đạt 4,456 tấn (-27.2% YoY). Hai tháng đầu năm là khoảng thời gian chờ đợi kết quả cho thuế CBPG tại Mỹ. Trong thời gian đó, FMC chủ yếu chỉ xuất khẩu đơn hàng tôm chế biến sâu sang thị trường Mỹ do đây là loại tôm không chịu thuế CBPG.

Bất chấp sự sụt giảm trong 1Q26, FMC vẫn tự tin với kế hoạch tăng trưởng sản lượng 5% YoY và tối thiểu 10% LNST trong 2026 (chưa bao gồm hoàn nhập thuế) nhờ khả năng thích ứng linh hoạt và chuẩn bị kĩ càng các kịch bản tại các thị trường chính.

Biểu đồ 10. Sản lượng bán ra theo tháng



Nguồn: FMC

Dự phóng KQKD và định giá

Bảng 11. Dự phóng KQKD 2025-2026

(tỷ VND)	2025	2026F	+/-%YoY	2027F	+/-%YoY	Chú thích KBSV
Doanh thu	8,185	8,198	0%	8,446	3%	
Tôm	8,064	8,065	0%	8,307	3%	Xem ở bảng dưới
Nông sản	121	132	9%	139	5%	
Lợi nhuận gộp	973	940	-3%	969	3%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>11.9%</i>	<i>11.5%</i>	<i>-42bps</i>	<i>11.5%</i>	<i>1bps</i>	
<i>Biên gộp mảng tôm</i>	<i>11.4%</i>	<i>11.0%</i>	<i>-43bps</i>	<i>11.0%</i>	<i>0bps</i>	Biên gộp kì vọng giảm nhẹ do bán đầu ra sụt giảm, cùng áp lực chi phí cao trong ngắn hạn, bù đắp bởi chiến lược tự nuôi tôm giống, giúp tối ưu chi phí
<i>Biên gộp mảng nông sản</i>	<i>42.6%</i>	<i>40.0%</i>	<i>-256bps</i>	<i>40.0%</i>	<i>0bps</i>	
Thu nhập tài chính	153	151	-2%	154	2%	Chủ yếu đến từ lãi tỉ giá thấp hơn
Chi phí tài chính	-66	-99	49%	-107	8%	Chi phí tài chính tăng do nền lãi suất cao hơn
SG&A	-650	-486	-25%	-432	-11%	Giá đầu tăng khiến chi phí vận chuyển tăng, bù đắp bởi hoàn nhập dự phòng
<i>Dự phòng thuế AD</i>	<i>-272</i>	<i>-111</i>	<i>-59%</i>	<i>-115</i>	<i>3%</i>	
	0	61	NA	98	60%	Chúng tôi đưa giả định hoàn nhập 175 tỷ vào kịch bản tích cực do chúng tôi cho rằng rằng ban lãnh đạo tiếp tục thận trọng trước những biến động thị trường và rào cản thương mại. Với mức thuế 0%, doanh nghiệp sẽ hoàn nhập 61 tỷ đã trích trong 2024.
<i>Hoàn nhập</i>						
<i>Biên SG&A</i>	<i>-7.9%</i>	<i>-5.9%</i>	<i>201bps</i>	<i>-5.1%</i>	<i>82bps</i>	Giả định chi phí vận chuyển/doanh thu tăng từ 1.7% (2025) lên 2.4% (2026) do giá đầu cao
Lợi nhuận trước thuế	411	506	23%	585	16%	Lợi nhuận cải thiện ổn định nhờ giữ vững các thị trường và tiết giảm chi phí
<i>Biên LNTT</i>	<i>5.0%</i>	<i>6.2%</i>	<i>114bps</i>	<i>6.9%</i>	<i>75bps</i>	
Lợi nhuận sau thuế	386	475	23%	549	16%	
LN sau thuế công ty mẹ	348	404	16%	467	16%	
<i>Biên LNST</i>	<i>4.3%</i>	<i>4.9%</i>	<i>67bps</i>	<i>5.5%</i>	<i>60bps</i>	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Bảng 12. Dự phóng sản lượng và giá bán trong 2026-2027

(tỷ VND)	2025	2026F	+/-%YoY	2027F	+/-%YoY	Chú thích KBSV
Tỉ giá USD/VND	26,130	26,200	0.3%	26,200	0.0%	
Sản lượng (tấn)						
Tôm	24,540	25,681	4.6%	26,451	3.0%	Chúng tôi kì vọng FMC sẽ tiếp tục đẩy mạnh các đơn hàng sang cả 3 thị trường là Mỹ, Nhật Bản và Châu Âu nhờ nhu cầu đối với mặt hàng tôm cao và lợi thế cạnh tranh vững trãi so với các doanh nghiệp tôm nội địa
Nông sản	1,055	1,055	0%	1,055	0%	
Giá bán (VNĐ/kg)						
Tôm	329,712	314,065	-5%	314,065	0%	Chúng tôi dự báo giá bán đi ngang và doanh nghiệp sẽ giảm giá để cạnh tranh với các đối thủ quốc tế, đồng thời tận dụng giá tôm thấp trong nước
Nông sản	114,692	125,394	9%	131,663	5%	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu:
56,600 VND**

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp ROE-PB để định giá cổ phiếu FMC. Với PB mục tiêu là 1.6 lần, giá mục tiêu hợp lý của FMC tính đến hết 2026 là 56,600 VNĐ/ cổ phiếu, tương đương cao hơn 47% giá đóng cửa hiện tại. Vì vậy, chúng tôi tiếp tục khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu FMC. Giả định ROE của chúng tôi trong kịch bản cơ sở không bao gồm khoản hoàn nhập 174 tỷ, nhằm giảm tác động mà chúng tôi cho rằng là 1 lần.

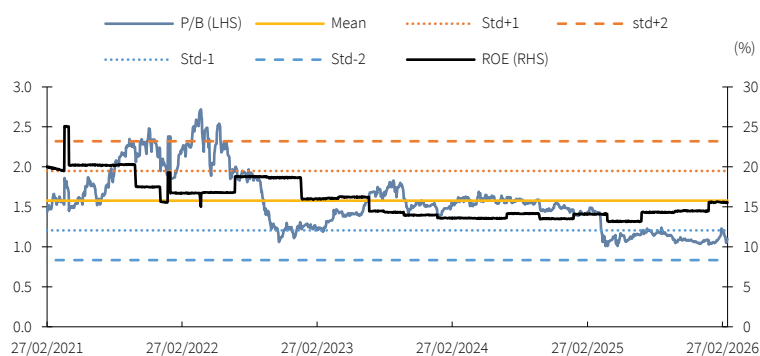
Biểu đồ 13. Định giá PB dựa trên ROE/ chi phí vốn chủ

	Toàn doanh nghiệp	Cổ phiếu
ROE 2026 (Kịch bản cơ sở)		17.3%
Chi phí vốn chủ		12%
Tăng trưởng cuối cùng		2%
PB mục tiêu		1.59
Giá trị sổ sách 2025	2,333 tỷ VNĐ	35,600VNĐ/ cổ phiếu
Giá trị vốn chủ hợp lý	3,702 tỷ VNĐ	56,600 VNĐ/cổ phiếu

Nguồn: KBSV tổng hợp

FMC đang bị định giá thấp so với KQKD của 2025 cũng như tiềm năng trong giai đoạn tới. Chúng tôi kì vọng P/B của doanh nghiệp sẽ dần được cải thiện trong thời gian tới, nếu kết quả kinh doanh phản ánh dự phóng.

Biểu đồ 14. Định giá PB và tương qua lợi nhuận trên vốn chủ (ROE) của VHC



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

PHỤ LỤC

FMC – Bảng tóm tắt KQKD & dự phóng, 2024A-2027

Báo cáo Kết quả HDKD (Tỷ VND)					Bảng cân đối kế toán (Tỷ VND)				
(Báo cáo chuẩn)	2024	2025F	2026F	2027F	(Báo cáo chuẩn)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh số thuần	6,913	8,185	8,198	8,446	TỔNG CỘNG TÀI SẢN	3,775	4,835	5,378	5,815
Giá vốn hàng bán	6,161	7,212	7,258	7,477	Tài sản ngắn hạn	2,641	3,806	4,427	4,954
Lãi gộp	752	973	940	969	Tiền và tương đương tiền	1,077	1,159	1,403	1,496
Thu nhập tài chính	112	153	151	154	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	140	1,056	1,064	1,432
Chi phí tài chính	-66	-99	-107	-110	Các khoản phải thu	370	559	696	729
Trong đó: Chi phí lãi vay	-51	-82	-90	-92	Hàng tồn kho, ròng	1,002	885	1,117	1,150
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	0	0	0	0	Tài sản dài hạn	1,134	1,029	951	861
Chi phí bán hàng	297	557	390	332	Phải thu dài hạn	0	0	0	0
Chi phí quản lý doanh nghiệp	91	94	97	99	Tài sản cố định	768	696	611	516
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	542	575	711	801	Tài sản dở dang dài hạn	91	30	36	41
Thu nhập khác	2	1	3	5	Đầu tư dài hạn	0	0	0	0
Chi phí khác	-1	0	0	0	Lợi thế thương mại	275	303	303	303
Thu nhập khác, ròng	2	0	3	5	NỢ PHẢI TRẢ	1,309	2,221	2,504	2,620
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	-1	1	0	0	Nợ ngắn hạn	1,297	2,209	2,493	2,609
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	422	411	506	585	Phải trả người bán	118	113	136	140
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-3	-25	-30	-35	Người mua trả tiền trước	15	7	7	7
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	423	386	475	549	Vay ngắn hạn	902	1,528	1,764	1,823
Lợi ích của cổ đông thiểu số	117	38	71	82	Nợ dài hạn	12	11	11	11
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	306	348	404	467	Phải trả nhà cung cấp dài hạn	12	11	11	11
					Quỹ đầu tư phát triển	0	0	0	0
Chỉ số hoạt động					Vay dài hạn	0	0	0	0
	2024	2025F	2026F	2027F	VỐN CHỦ SỞ HỮU	2,466	2,615	2,874	3,195
Tỷ suất lợi nhuận gộp	10.9%	11.9%	11.5%	11.5%	Vốn góp	654	654	654	654
Tỷ suất EBITDA	7.9%	6.2%	7.9%	8.8%	Thặng dư vốn cổ phần	594	594	594	594
Tỷ suất EBIT	5.3%	3.9%	5.5%	6.4%	Lãi chưa phân phối	920	1,048	1,250	1,505
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	6.1%	5.0%	6.2%	6.9%	Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Tỷ suất lãi hoạt động KD	7.8%	7.0%	8.7%	9.5%	Quỹ đầu tư phát triển	0	37	37	37
Tỷ suất lợi nhuận thuần	4.4%	4.3%	4.9%	5.5%	Lợi ích cổ đông không kiểm soát	298	282	339	405
Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (VND)	2024	2025F	2026F	2027F	Chỉ số chính (x, %, VND)				
Lãi trước thuế	422	411	506	585	Chỉ số định giá				
Khấu hao TSCĐ	184	181	192	204	P/E	8.2	7.2	6.2	5.4
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-34	-76	-151	-154	P/E pha loãng	8.2	7.2	6.2	5.4
Chi phí lãi vay	25	51	99	107	P/B	1.2	1.1	1.0	0.9
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	596	567	646	742	P/S	0.4	0.3	0.3	0.3
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-100	-294	-137	-33	P/Tangible Book	1.1	1.1	1.0	0.9
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-2	117	-232	-34	P/Cash Flow	4.1	40.6	10.3	27.1
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	142	271	23	4	Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	6.3	8.0	6.6	5.9
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	42	-37	0	0	Giá trị doanh nghiệp/EBIT	9.4	12.5	9.4	8.1
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-75	-111	-189	-187	Hiệu quả quản lý				
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	601	513	111	492	ROE%	15%	16%	17%	18%
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-114	-52	-114	-114	ROA%	9%	8%	8%	8%
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	0	2	0	0	ROIC%	10%	10%	10%	10%
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-352	-1,113	-8	-368	Cấu trúc tài chính				
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	527	197	0	0	Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.8	0.5	0.6	0.6
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0	Tỷ suất thanh toán nhanh	0.9	1.0	1.0	1.1
Tiền thu từ bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0	Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.0	1.7	1.8	1.9
Cổ tức và tiền lãi nhận được	27	54	151	154	Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.0	0.0	0.0	0.0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	88	-913	28	-328	Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0	0	0	0	Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.5	0.8	0.9	0.8
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0	Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.2	0.3	0.3	0.3
Tiền thu được các khoản đi vay	1,202	2,037	1,764	1,823	Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.5	0.8	0.9	0.8
Tiền trả các khoản đi vay	-1,123	-1,411	-1,528	-1,764	Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.3	0.5	0.5	0.5
Cổ tức đã trả	-151	-165	-131	-131	Tổng công nợ/Vốn CSH	0.5	0.8	0.9	0.8
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0	Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.3	0.5	0.5	0.5
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-72	461	105	-71	Chỉ số hoạt động				
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	617	62	244	93	Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	16	18	12	12
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	452	1,077	1,159	1,403	Hệ số quay vòng HTK	6	8	7	7
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	1,069	1,139	1,403	1,496	Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	42	53	53	53

Nguồn: FMC, KBSV

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Quận Ba Đình, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà Văn phòng, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 21, Tòa nhà Vietinbank, số 93 - 95 Hàm Nghi, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, số 37 Tôn Đức Thắng, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Hotline: 1900 1711

Email: info@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(Dựa trên kỳ vọng tăng giá trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(Dựa trên đánh giá triển vọng trong 6 tháng tới)

Tích cực:	Trung lập:	Tiêu cực:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.