



CTCP Thực phẩm Sao Ta

[Việt Nam / Thủy sản]

Bloomberg Code (FMC VN) | Reuters Code (FMC.HM)

GIỮ

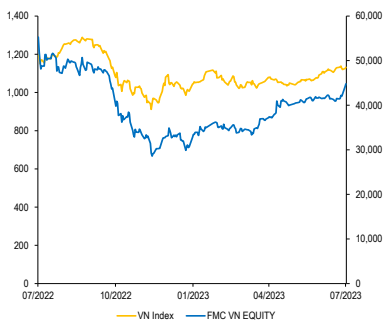
Báo Cáo Lân Đầu

Giá mục tiêu (12 tháng) **VND 49,900**
 Giá hiện tại (12/07/2023) VND 46,400
Suất sinh lời (%) **8%**

VNINDEX	1,152
P/E thị trường	11.6
Vốn hóa (tỷ VND)	3,034
SLCP lưu hành (triệu CP)	65
Tự do giao dịch (triệu CP)	23
52-tuần cao/thấp (VND)	55,100/28,600
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.05
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	2
Sở hữu nước ngoài (%)	27.67

Cổ đông lớn (%)	CTCP Tập đoàn PAN	37.75
	CTCP Chăn nuôi CP Việt Nam	24.90

Biến động giá	3T	6T	12T
	Tuyệt đối	15.4	25.6
Tg đổi với VN-Index (%)	7.7	16.6	-11.9



Nguồn: Bloomberg

Diễm Ngô – Chuyên viên phân tích

(84-28) 6299-7759
 diem.ndn@shinhan.com

Lý Bùi – Giám đốc Phân tích

(84-28) 6299-8029
 ly.btt@shinhan.com



Quét mã QR hoặc click để theo dõi

Phát triển bền vững

Định giá lần đầu với khuyến nghị GIỮ, giá mục tiêu 49,900 đồng

CTCP Thực phẩm Sao ta (HoSE: FMC) là một trong những doanh nghiệp xuất khẩu tôm hàng đầu Việt Nam khi vẫn luôn giữ vững vị trí trong top 5 nhà xuất khẩu tôm lớn nhất Việt Nam. FMC hiện tự chủ được 30% tôm nguyên liệu cùng với vùng nuôi rộng 505ha. Chúng tôi định giá lần đầu FMC ở mức giá 49,900 đồng tương ứng với mức sinh lời 8%.

Chuyển dịch cơ cấu doanh thu sang thị trường Nhật và duy trì thị trường Mỹ

Từ năm 2022, công ty đã chủ trương tăng xuất khẩu sang thị trường Nhật Bản và Hàn Quốc bởi lợi thế về vị trí địa lý gần Việt Nam từ đó giúp giảm chi phí bán hàng, cùng với đó là dòng sản phẩm công ty chế biến cũng thích hợp với thị trường Nhật Bản và hai bên có mối quan hệ hợp tác lâu năm. Chúng tôi đánh giá đây là bước đi đúng đắn của công ty trong tình hình ngành tôm đang gặp khó khăn khi xuất khẩu sang Mỹ bởi giá cao hơn các nước xuất khẩu khác. Nửa đầu năm 2023, doanh thu ở các thị trường lần lượt là: Nhật Bản (40%), Mỹ (18%), Tây Âu (24%), Hàn Quốc (6%), Úc (6%).

Cơ cấu tài chính lành mạnh

Công ty có cơ cấu tài chính lành mạnh với hệ số nợ vay thấp nhất ngành (hệ số nợ/VCSH: 0.24; nợ/tổng tài sản: 0.17). Chúng tôi đánh giá đây là một điểm sáng của công ty trong bối cảnh ngành tôm có mô hình kinh doanh khá bấp bênh.

Quản lý chi phí tốt giúp công ty có mức biên ròng cao nhất ngành

Công ty có mức biên lợi nhuận gộp thấp do đặc thù sản phẩm của công ty là tôm chế biến sâu nhưng khá ổn định nhờ quản lý tốt các chi phí như hàng tồn kho với số ngày tồn kho thấp nhất ngành, cùng với việc chuyển đổi cơ cấu doanh thu qua thị trường châu Á giúp giảm chi phí bán hàng, và việc cải thiện biên gộp nhờ có nguồn thức ăn hỗ trợ từ C.P Group.

Đánh giá 2023F

Năm 2023 sẽ là một năm không quá tích cực với ngành tôm khi mà tình hình thời tiết không thuận lợi cùng với đó là giá bán tôm của Việt Nam, cụ thể là FMC còn cao so với các nước. Cùng với đó là việc lạm phát vẫn neo ở mức cao trên phạm vi toàn cầu có thể sẽ làm ảnh hưởng đến KQKD năm 2023 của FMC. Tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng sự tăng trưởng của công ty sẽ quay trở lại trong những năm tới khi mà công ty mở rộng thêm vùng nuôi (thêm 255ha) cũng như tăng công suất nhà máy để chuẩn bị sẵn sàng cho những năm sắp tới.

Rủi ro (1) Rủi ro tình hình thời tiết và điều kiện kinh tế vĩ mô không thuận lợi

Năm	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	5,702	5,037	5,409	5,797	6,226
LN HKKD (tỷ VND)	307	294	341	373	416
LNST (tỷ VND)	321	298	348	379	422
EPS (đồng)	4,605	4,387	5,117	5,586	6,214
BPS (đồng)	32,361	34,686	37,770	41,341	45,564
Biên LN HKKD (%)	5%	6%	6%	6%	7%
Biên LNST (%)	6%	6%	6%	7%	7%
ROE (%)	15.7	13.6	14.7	14.7	14.9
PER (x)	7.0	11.4	9.8	8.9	8.0
PBR (x)	1.0	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	9.2	8.8	7.9	7.5	7.7

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd., or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

MỤC LỤC

- 3 **Tổng quan doanh nghiệp**
- 4 **Chuỗi giá trị**
- 5 **Quan điểm đầu tư**
- 8 **Dự phóng doanh thu**
- 9 **Định giá và khuyến nghị**
- 13 **Rủi ro**

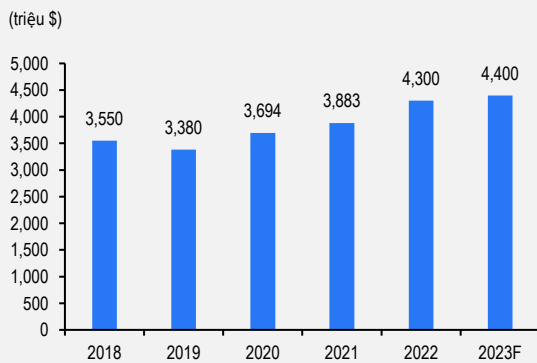
Tổng quan doanh nghiệp

Tổng quan ngành tôm

Tôm là mặt hàng xuất khẩu chủ lực của Việt Nam khi chiếm đến 39% tổng doanh thu xuất khẩu thủy sản của Việt Nam năm 2022. Các loại tôm xuất khẩu chủ yếu là tôm thẻ chân trắng và tôm sú. Năm 2022, cả nước đã xuất khẩu được 745 nghìn tấn với tổng giá trị là 4.3 tỷ USD. Việt Nam đứng thứ 3 về xuất khẩu tôm trên thế giới, bởi nước ta có giá thành sản xuất cao hơn với 4.8 -5.0 USD/tấn, cao hơn 100% so với Ecuador và 30% so với Ấn Độ, tuy nhiên nước ta có tay nghề chế biến cao hơn hai nước đứng đầu.

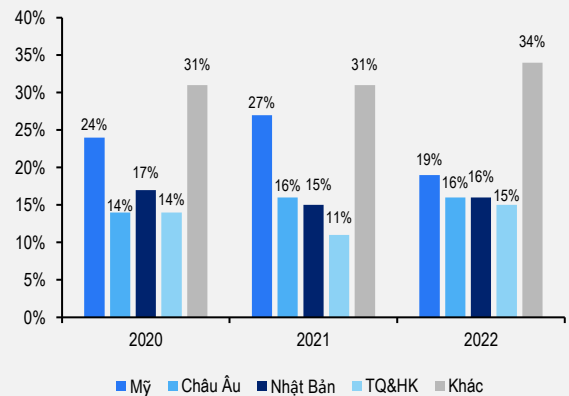
Năm 2023 được dự báo là một năm khó khăn với ngành tôm khi tình hình thời tiết diễn biến không thuận lợi cũng như đang phải chịu sự cạnh tranh từ hai nước xuất khẩu lớn nhất là Ấn Độ và Ecuador bởi cạnh tranh về giá bán. Tuy nhiên, cả ngành vẫn lạc quan khi đặt mục tiêu kim ngạch xuất khẩu đạt 4.4 tỷ USD (+2% YoY). Sản lượng tôm Ấn Độ trong năm 2023 dự báo giảm 13% so với năm 2022 do nhu cầu từ các thị trường tiêu thụ không ổn định và tình hình thời tiết ngập lụt gây ảnh hưởng đến tỷ lệ nuôi sống tôm. Indonesia cũng dự kiến giảm 4% sản lượng tôm năm 2023 do nhu cầu chậm. Hiện Indonesia phụ thuộc nhiều vào thị trường Mỹ và đang hướng tới thị trường Trung Quốc. Đối với Việt Nam hiện nay thì nâng tỷ lệ nuôi sống là một trong những vấn đề cấp thiết với sự phát triển của toàn ngành, bởi tỷ lệ nuôi sống ở nước ta đang thấp hơn rất nhiều so với hai nước đứng đầu khi tỷ lệ chỉ là 35%, trong khi đó tại Ecuador là 90% và Ấn Độ là 60-70%.

Kim ngạch xuất khẩu toàn ngành tôm Việt Nam



Nguồn: VASEP, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu các thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam

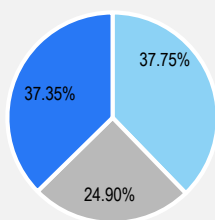


Lịch sử doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Thực phẩm Sao Ta được thành lập vào năm 1996 với hoạt động kinh doanh chính là chế biến tôm đông lạnh xuất khẩu. Từ khi thành lập đến nay, FMC vẫn luôn giữ vững được vị trí trong top 5 doanh nghiệp xuất khẩu tôm của Việt Nam đến hiện tại. Thị trường xuất khẩu chủ yếu của công ty là Mỹ, Nhật, Tây Âu,..

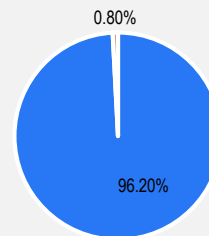
Năm 2006, Sao Ta chính thức được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh với mã chứng khoán "FMC".

Cơ cấu cổ đông



CTCP Tập đoàn PAN CTCP Chân nuôi C.P Việt Nam Khác

Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm rút gọn



Hàng thủy sản Hàng nông sản

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Chuỗi giá trị



CTCP Thực phẩm Sao Ta là một trong những doanh nghiệp xuất khẩu tôm hàng đầu Việt Nam khi luôn nằm trong top 5 doanh nghiệp xuất khẩu hàng đầu từ năm 1996 đến nay. FMC hiện sở hữu một vùng nuôi với diện tích 250ha, cùng với đó vào năm 2022, công ty đã sở hữu thêm 52ha từ công ty con Khang An cùng với 203ha của công ty con Vĩnh Thuận từ đó nâng tổng diện tích lên 505ha. Công ty chú trọng vào việc mở rộng vùng nuôi và tăng hiệu quả nuôi sống tôm giúp làm giảm giá thành, tăng hiệu quả hoạt động chung của Sao Ta. Hiện các vùng nuôi của công ty đều đạt chuẩn quốc tế ASC, BAP.

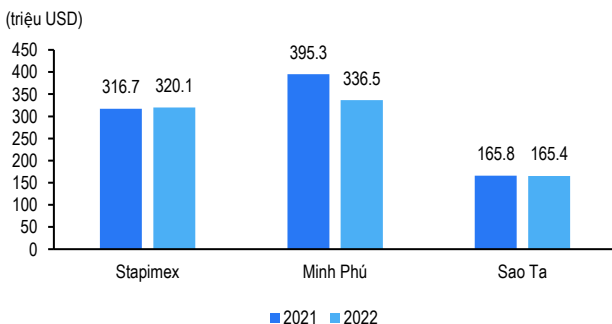
Công ty sở hữu 3 nhà máy cùng 2 nhà xưởng. Trong đó, nhà máy Sao Ta với công suất thiết kế 15,000 tấn/năm với tổng vốn đầu tư khoảng 300 tỷ đồng mới được đưa vào hoạt động vào tháng 1/2023, công suất hiện tại đạt 37% (điều kiện bình thường đạt 1,000 tấn/ngày) bởi tình hình thời tiết không thuận lợi.

Các nhà máy chế biến thủy sản của FMC

Tên nhà máy	Công suất thiết kế	% Công suất sử dụng hiện tại
Nhà máy Nam An	20,000 tấn/năm	100%
Nhà máy Tin An	3,000 tấn/năm	70-80%
Nhà máy Sao Ta	15,000 tấn/năm	37%

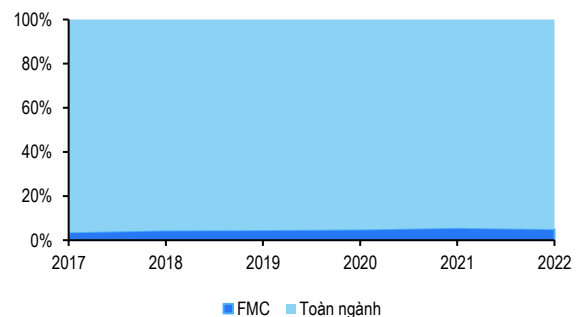
Nguồn: FMC, Shinhan Securities Vietnam

Giá trị xuất khẩu của một vài công ty lớn trong ngành 2021-2022



Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Company

Giá trị xuất khẩu của FMC so với toàn ngành từ 2017-2022



Nguồn: FMC, VASEP, Shinhan Securities Company

Quan điểm đầu tư

Chuyển dịch cơ cấu doanh thu sang thị trường Nhật và duy trì thị trường Mỹ

Cơ cấu doanh thu của Sao Ta chủ yếu đến từ xuất khẩu các mặt hàng tôm với đóng góp doanh thu hàng năm hơn 96%. Sao Ta đã đặt được nền móng vững chắc ở các thị trường xuất khẩu chính như Nhật Bản, Mỹ và EU. Năm 2022, tổng sản lượng tôm chế biến là 20,578 tấn, công ty đặt mục tiêu năm 2023 sản lượng chế biến sẽ tăng lên 22,000 tấn (+7% YoY), tham vọng từ việc mở rộng vùng nuôi 203ha ở Vĩnh Thuận cùng với đó là nhận thêm 52ha từ công ty con Khang An.

1. Thị trường Châu Á là thị trường chủ chốt của công ty khi tỷ trọng doanh thu của Nhật Bản chiếm hơn 40%

Việt Nam là nguồn cung tôm lớn nhất cho Nhật Bản, thị trường này chiếm 16% trong cơ cấu doanh thu xuất khẩu tôm của Việt Nam. Đối với Sao Ta, Nhật là thị trường xuất khẩu lớn nhất của công ty khi chiếm đến 34% trong cơ cấu doanh thu xuất khẩu (2022) bởi công ty có những sản phẩm phù hợp với nhu cầu của thị trường Nhật Bản như tempura, kakiage,..., cùng với đó là có mối quan hệ lâu năm với các khách hàng trong gần 25 năm. Theo số liệu công ty cung cấp thì đến 1H2023 con số này đã tăng lên mức 40%. Thị trường Nhật Bản có lợi thế là gần Việt Nam nên sẽ giúp công ty giảm thiểu được chi phí vận chuyển từ đó giúp giảm được chi phí bán hàng. Cùng với đó mặt hàng nông sản của công ty cũng chủ yếu được bán sang Nhật Bản, mỗi năm doanh thu ở mảng này đóng góp vào doanh thu chung khoảng 4%.

Việt Nam là nước chiếm thị phần xuất khẩu tôm vào Hàn Quốc cao nhất và ở mức trên 50%. Thị trường Hàn Quốc chỉ chiếm 5% tổng doanh thu xuất khẩu của Sao Ta vì vậy tiềm năng từ thị trường này với công ty còn rất lớn và có lợi thế là vị trí địa lý. Tuy nhiên, xuất khẩu tôm vào nước này bị vướng quy định bởi hạn ngạch nên các doanh nghiệp xuất khẩu vào Hàn Quốc sẽ chịu mức phí hạn ngạch tương đương mức thuế là 20%.

Còn về thị trường Trung Quốc, tuy tôm của Việt Nam xuất khẩu sang Trung Quốc chiếm tỷ trọng 15% trong tổng giá trị nhưng Trung Quốc cũng có hơn 1,000 nhà máy chế biến. Trung Quốc mua tôm nguyên liệu về chế biến trong nước và mua chủ yếu tôm sú (lợi thế của vùng Cà Mau, Bạc Liêu) do vậy không phù hợp với chiến lược của FMC.

2. Thị trường Mỹ - cố gắng duy trì vì khó cạnh tranh với tôm giá rẻ từ Ecuador và Ấn Độ

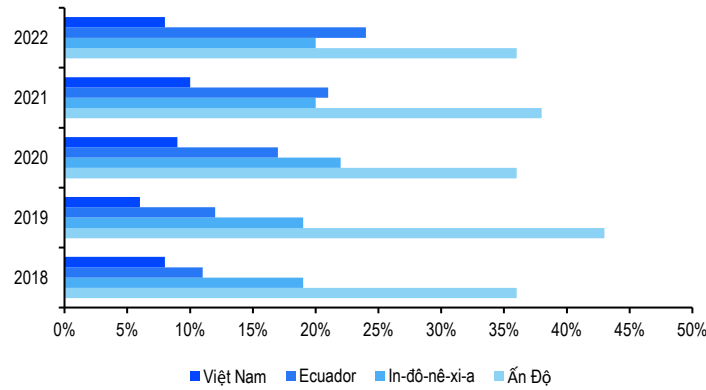
Việt Nam là nhà xuất khẩu tôm lớn thứ 4 tại Mỹ trong nhiều năm liền với thị phần khoảng 8% (năm 2022). Thị trường Mỹ đóng góp thứ 2 vào doanh thu của FMC khi đóng góp 27% vào tổng doanh thu năm 2022. Ở thị trường này Sao Ta đang cố gắng để duy trì thị phần tôm chế biến sâu, đây là loại tôm cao cấp nên sẽ có được giá bán cao hơn so với các dòng tôm khác, thị phần tôm chế biến sâu ở Mỹ của Sao ta là 25%. Lý do FMC tập trung vào dòng sản phẩm này là bởi vì nước ta khó cạnh tranh được với tôm giá rẻ từ Ấn Độ và Ecuador xuất khẩu vào Mỹ bởi cách biệt về vị trí địa lý khiến cho chi phí vận chuyển cao từ đó khó có lời.

Tuy thị trường Mỹ cũng sản xuất tôm chế biến sâu nhưng giá bán trong nước lại cao hơn giá bán nhập khẩu, do đó hàng năm thị trường Mỹ sẽ kiểm định lại mức thuế chống bán phá giá áp lên các mặt hàng nhập khẩu của Việt Nam. Sao Ta là một trong những bị đơn bắt buộc trong cuộc kiểm tra áp thuế chống bán phá giá (CBPG) của Mỹ và nhờ chất lượng sản xuất tốt cũng như có các nhà máy đạt đủ tiêu chuẩn nên công ty đã được hưởng mức thuế CBPG 0% trong nhiều năm liền, từ đó cũng giúp các doanh nghiệp thuộc đối tượng "bị đơn tự nguyện" được hưởng mức thuế này.

** Theo quy định của luật pháp Hoa Kỳ, có ba loại mức thuế chống bán phá giá, đó là loại mức thuế được*

tính toán của các công ty được lựa chọn (mức thuế dành cho bị đơn bắt buộc); loại mức thuế bình quân gia quyền cho tất cả những doanh nghiệp chứng minh không có sự kiểm soát của Chính phủ (mức thuế dành cho bị đơn tự nguyện); loại mức thuế cuối cùng là loại mức thuế toàn quốc dành cho những doanh nghiệp không tham gia vào vụ kiện hoặc là không thể chứng minh họ không bị sự kiểm soát của Chính phủ.

Thị phần của các nhà xuất khẩu tôm vào Mỹ 2018-2022

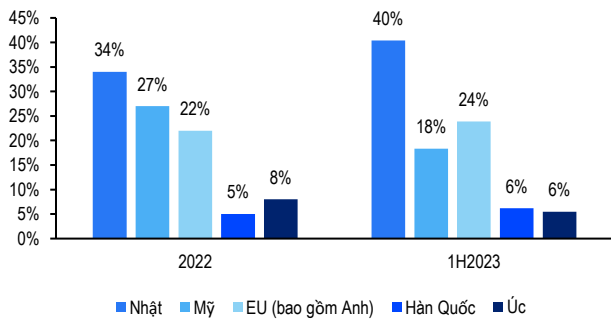


Nguồn: Shinhan Securities Vietnam, Bloomberg

2. Thị trường Tây Âu (bao gồm Anh) – tăng trưởng ổn định

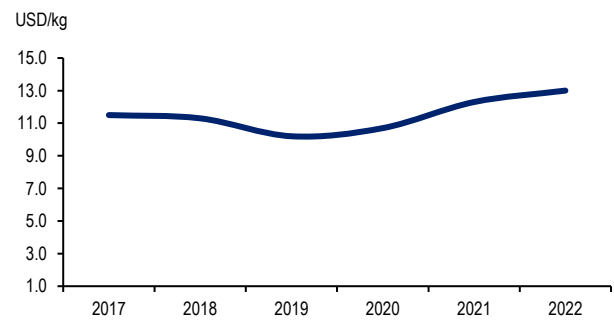
Năm 2022, Châu Âu chiếm 16% trong tổng doanh thu xuất khẩu của toàn ngành. Đây là một thị trường rất tiềm năng cho Việt Nam bởi chúng ta có lợi thế về Hiệp định EVFTA, theo đó mặt hàng tôm được giảm thuế ngay về 0% và các mặt hàng khác sẽ giảm về 0% theo lộ trình 5-7 năm. Đối với Sao Ta, thị trường châu Âu chiếm 2.6% và thị trường Anh chiếm 21.3% tổng doanh thu theo số liệu 1H2023 và ghi nhận mức tăng nhẹ so với năm 2022.

Cơ cấu thị trường xuất khẩu của FMC năm 2022 và 1H/2023



Nguồn: FMC, Shinhan Securities Company

Giá tôm xuất khẩu trung bình của FMC từ 2017-2022

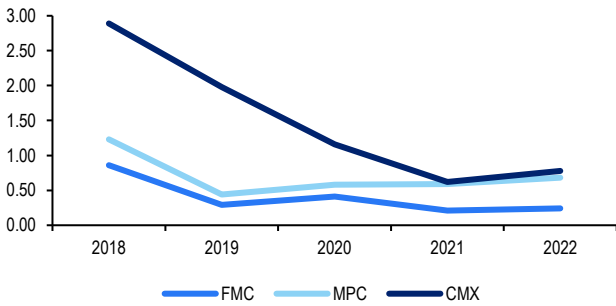


Nguồn: FMC, Shinhan Securities Company

Cơ cấu tài chính lành mạnh

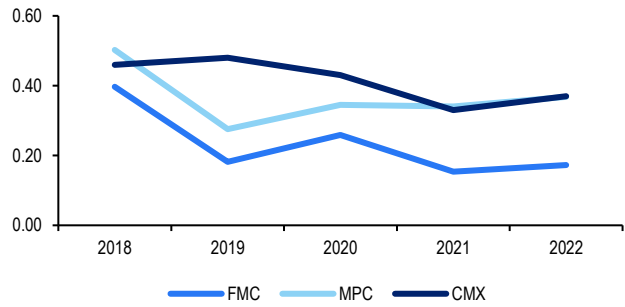
Ngành tôm là ngành cần nhiều vốn để đầu tư cho hoạt động sản xuất kinh doanh. So với các công ty cùng ngành, FMC có hệ số nợ/vốn chủ sở hữu và hệ số nợ/tổng tài sản thấp nhất khi nhiều năm liên không vay nợ dài hạn. Cùng với đó, công ty chủ yếu phát hành thêm vốn để tài trợ cho các khoản đầu tư xây dựng các dự án và hạn chế sử dụng nợ từ đó giúp giảm bớt gánh nặng lãi vay.

Hệ số nợ/ Vốn chủ sở hữu



Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam

Hệ số nợ/ Tổng tài sản



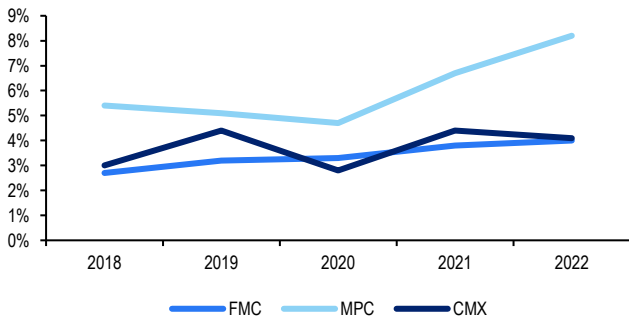
Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam

Quản lý chi phí tốt giúp công ty có mức biên ròng cao nhất ngành

Về cơ cấu chi phí, chi phí thức ăn chiếm đến 66% trong khi đó chi phí con giống chỉ chiếm khoảng 6%. Tuy nhiên, FMC là công ty con của Tập đoàn PAN nên thức ăn sẽ được đối tác chiến lược của PAN là C.P Group cung cấp nên sẽ giảm được biến động về giá cũng như chất lượng so với việc mua thức ăn ở bên ngoài, từ đó giúp công ty duy trì mức biên gộp ổn định ở quanh mức 10-11%.

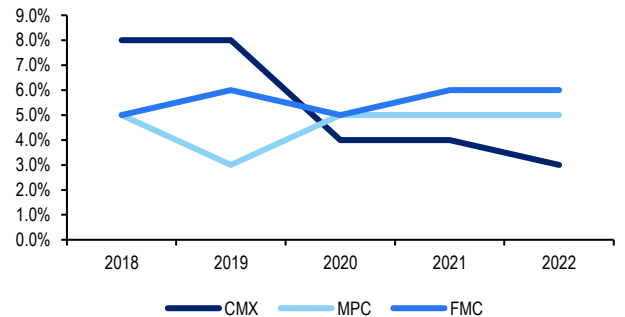
FMC có biên lợi nhuận gộp không cao bởi công ty tập trung vào tôm chế biến sâu nên khiến giá thành sản xuất cao hơn các công ty khác. Tuy nhiên, nhờ kiểm soát tốt chi phí bán hàng (cụ thể là chuyển hướng sang thị trường Nhật Bản giúp giảm chi phí vận chuyển) nên công ty có mức lợi nhuận ròng tốt nhất ngành.

Chi phí bán hàng/ Doanh thu thuần



Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam

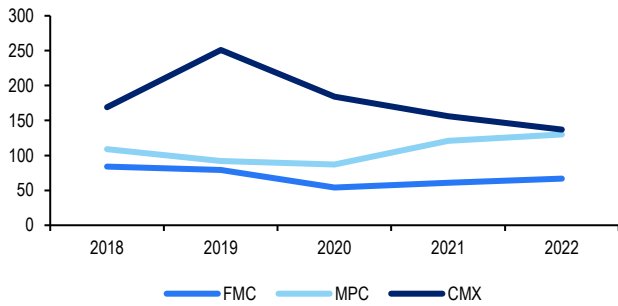
Biên lợi nhuận ròng 2017-2022



Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam

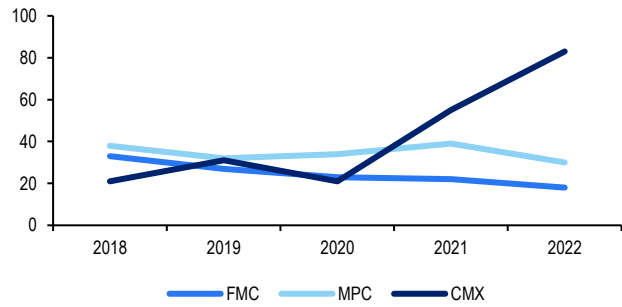
Thêm vào đó, công ty cũng quản trị hàng tồn kho khá tốt với số ngày tồn kho thấp nhất ngành. Cùng với đó là số ngày phải thu của công ty cũng giảm dần theo từng năm cho thấy việc bán hàng thu tiền của công ty được diễn ra nhanh chóng nhờ có mối quan hệ tốt với các khách hàng lâu năm giúp việc ghi nhận doanh thu được minh bạch.

Số ngày tồn kho của các công ty chính trong ngành 2018-2022



Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam

Số ngày phải thu của các công ty chính trong ngành 2018-2022

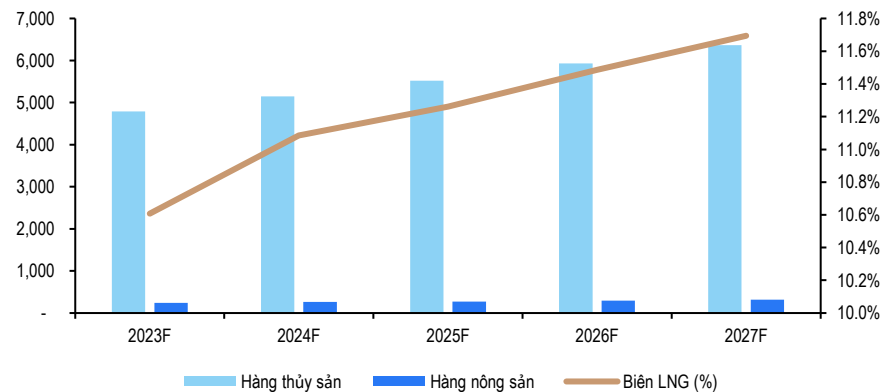


Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam

Dự phóng doanh thu

Chúng tôi đánh giá doanh thu năm 2023 của Sao Ta sẽ giảm do lo ngại về triển vọng không mấy tích cực của toàn ngành vào năm 2023 khi phải đối mặt với rủi ro về thời tiết, lạm phát cũng như cạnh tranh từ các nước. Chúng tôi dự phóng tổng doanh thu năm 2023 đạt 5,037 tỷ đồng (-12% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 298 tỷ đồng (-7% YoY). Chúng tôi kỳ vọng biên gộp của công ty đạt mức 11%.

Dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận gộp của Sao Ta (2023F–2027F)



Nguồn: Shinhan Securities Vietnam

Triển vọng doanh thu, lợi nhuận của Sao Ta (2022-2027F)

(Đơn vị: tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	5,702	5,037	5,409	5,797	6,226	6,681
Hàng thủy sản	5,488	4,793	5,145	5,524	5,930	6,366
Hàng nông sản	214	244	264	273	296	316
Lợi nhuận gộp	626	534	600	653	715	781
LN từ HĐKD	307	294	341	373	416	460
LN ròng	321	298	348	379	422	465
Biên LN (%)						
Biên LN gộp	11%	11%	11%	11%	11%	12%
Biên LN từ HĐKD	5%	6%	6%	6%	7%	7%
Biên LN ròng	6%	6%	6%	7%	7%	7%
Tăng trưởng (YoY)						
Doanh thu	10%	-12%	7%	7%	7%	7%
Lợi nhuận gộp	-15%	-15%	12%	9%	10%	9%
LN từ HĐKD	-4%	-4%	16%	9%	12%	11%
LN ròng	-7%	-7%	17%	9%	11%	10%

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Định giá và Khuyến nghị

Định giá lần đầu với khuyến nghị GIỮ, giá mục tiêu 49,900 đồng

Chúng tôi đưa ra định giá lần đầu đối với CTCP Thực phẩm Sao Ta với khuyến nghị GIỮ và giá mục tiêu ở mức 49,900 đồng tương ứng với mức tăng 8% so với mức giá hiện tại. Đối với tầm nhìn dài hạn, Sao Ta là một khoản đầu tư có thể được cân nhắc trong bối cảnh hiện tại với những ưu điểm như sau:

- 1) Chuyển dịch cơ cấu doanh thu sang thị trường Nhật và duy trì thị trường Mỹ
- 2) Cơ cấu tài chính lành mạnh
- 3) Quản lý chi phí tốt giúp công ty có mức biên ròng cao nhất ngành

Phương pháp định giá

Chúng tôi áp dụng kết hợp phương pháp định giá P/E và Chiết khấu dòng tiền (DCF) với tỷ trọng lần lượt là 50% và 50% để định giá Sao Ta.

Phương pháp định giá DCF

(Đơn vị: tỉ VND)	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
LN ròng	321	298	348	379	422	465
Cộng: lãi vay sau thuế	17	19	21	23	25	27
Cộng: Khấu hao	121	144	143	135	82	79
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	25	(94)	20	157	35	128
Trừ: Vốn đầu tư	(570)	(48)	0	0	0	0
Dòng tiền tự do (FCFF)	(136)	507	491	381	495	443
Tỷ lệ chiết khấu		0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do		453	391	271	314	250
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1%					
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	2,268					
Giá trị doanh nghiệp	3,948					
Nợ	434					
Tiền và tương đương tiền	585					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	65,388,889					
Giá mục tiêu	62,507					

WACC (%)	11.9%
Lãi suất phi rủi ro	3%
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	11.13%
Beta	0.95
Chi phí nợ (%)	4.5%
Chi phí sử dụng vốn (%)	13.5%
Tỷ lệ nợ trên vốn	17%
Giá trị nợ vay (tỷ đồng)	434

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

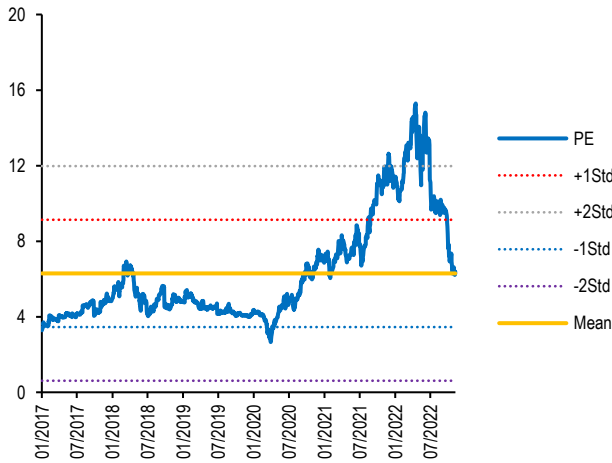
Đối với Chi phí vốn bình quân (WACC), chúng tôi sử dụng lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam 10 năm ở mức 3% là lãi suất phi rủi ro, Beta được tính toán dựa trên dữ liệu lịch sử 5 năm gần nhất của FMC và VNINDEX. Dựa trên các giả định đó, giá mục tiêu theo phương pháp FCFF của FMC được định giá ở mức 62,507 đồng.

Dựa trên phương pháp P/E, chúng tôi thu thập dữ liệu từ các doanh nghiệp trong cùng ngành nghề có quy mô tương đồng với FMC cộng với P/E trung bình 5 năm của FMC, với tỷ trọng 50%. Chúng tôi ước tính P/E mục tiêu của FMC ở mức 8.5x. Kết hợp cùng EPS dự phóng 2023 ở mức 4,387 đồng, giá mục tiêu của FMC được định giá ở mức 37,270 đồng.

Mã	Tên công ty	Vốn hóa (tỷ VND)	2018-2022 PER
MPC VN Equity	CTCP Tập đoàn Thủy sản Minh Phú	7,238	6.8
SEA VN Equity	Tổng Công ty Thủy sản Việt Nam - CTCP	2,950	12.17
ASM VN Equity	CTCP Tập đoàn Sao Mai	3,888	3.57
ANV VN Equity	CTCP Nam Việt	4,986	6.42
IDI VN Equity	CTCP Đầu tư và Phát triển Đa Quốc Gia - IDI	3,016	5.71
VHC VN Equity	CTCP Vinh Hoàn	12,745	8.64
Trung bình ngành		7.42	
Trung bình 5 năm của FMC		9.57	
P/E mục tiêu		8.5	
EPS 2023F		4,387	
Giá mục tiêu		37,270	

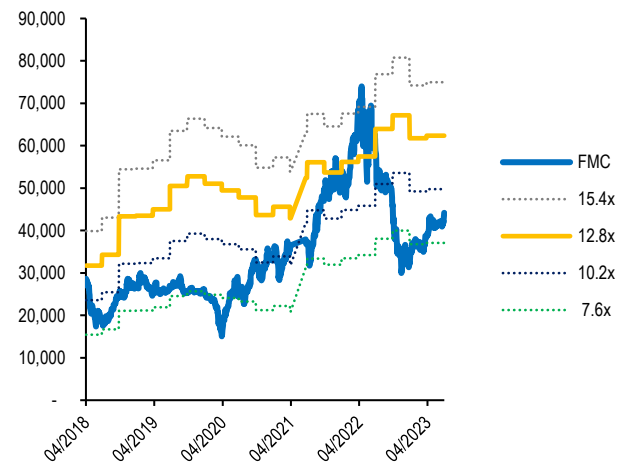
Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam, Dữ liệu tại ngày 03/07/2023

PER của FMC



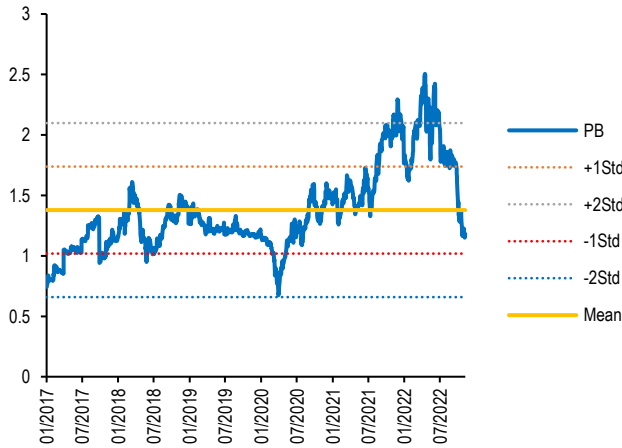
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PER của FMC



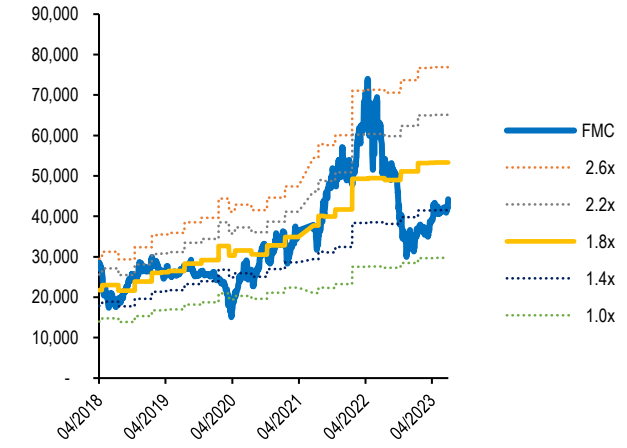
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR của FMC



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PBR của FMC



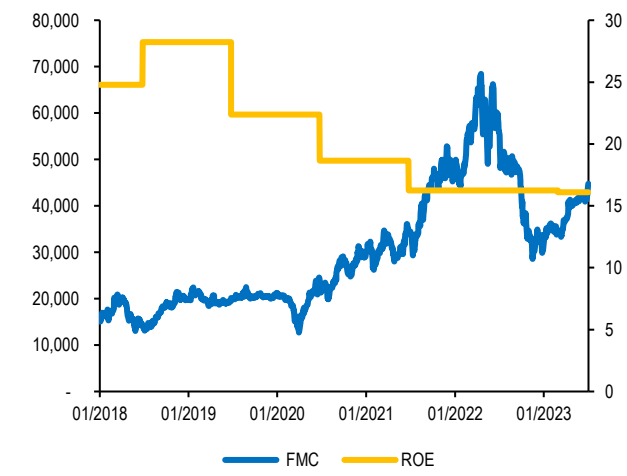
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

EV/EBITDA của FMC



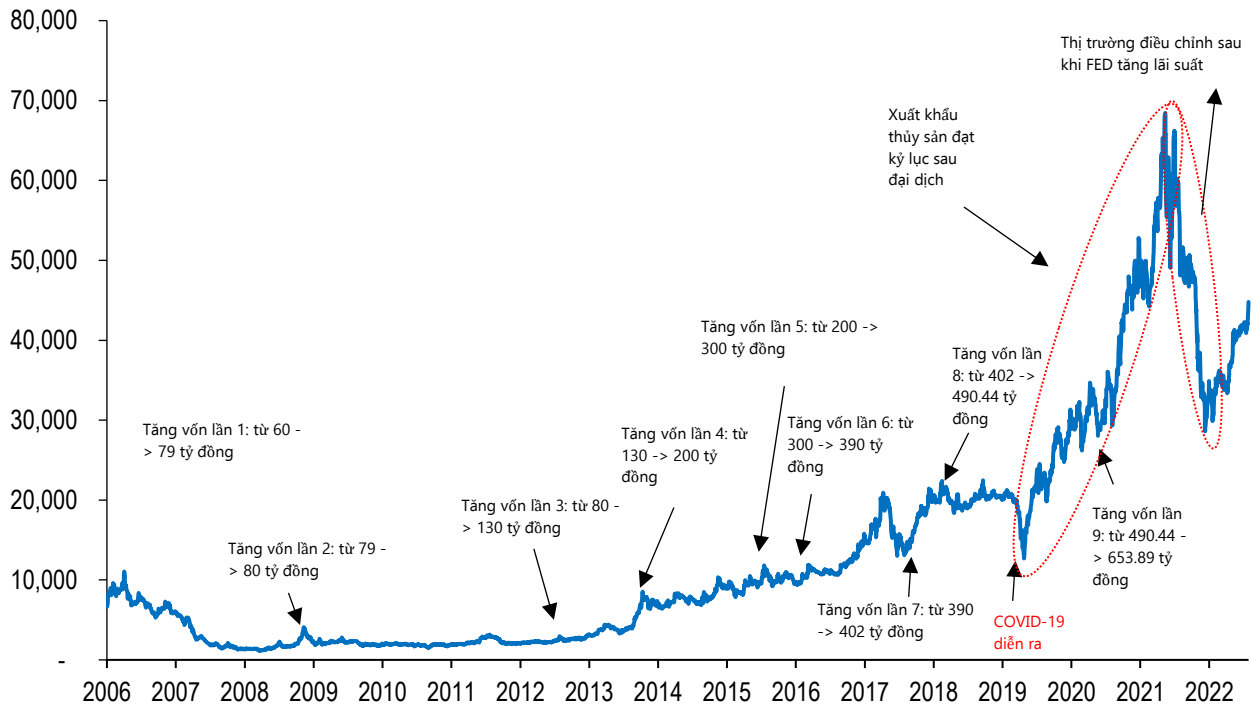
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tương quan giữa Giá và ROE của FMC



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Những sự kiện quan trọng của FMC



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro

Rủi ro tình hình thời tiết và điều kiện kinh tế vĩ mô không thuận lợi

Năm 2023 được dự báo là một năm khá khó khăn với ngành tôm bởi gặp các tình hình bất lợi như tình hình thời tiết xâm nhập mặn ảnh hưởng đến tỷ lệ nuôi sống tôm. Cùng với đó, lạm phát vẫn đang diễn ra trên khắp thế giới nên người dân dịch chuyển sang các sản phẩm giá rẻ khác hoặc chọn từ nhà cung cấp rẻ hơn, trong khi tôm Việt Nam lại có giá bán cao hơn so với các nước khác.

Một khó khăn khác các doanh nghiệp ngành tôm đang phải đối mặt là tình hình lãi vay vẫn đang cao trong năm 2023, dù FMC không phải là doanh nghiệp vay nợ nhiều nhưng nếu lãi vay tăng mạnh thì cũng ảnh hưởng đến mặt chi phí của công ty.

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Tổng tài sản	2,700	2,989	2,994	3,294	3,547
Tài sản ngắn hạn	2,150	1,877	2,069	2,467	2,859
Tiền và tương đương tiền	770	585	828	1,172	1,419
Đầu tư TC ngắn hạn	25	11	30	38	46
Các khoản phải thu	377	280	301	322	349
Hàng tồn kho	941	929	866	884	984
Tài sản dài hạn	550	1,112	925	827	688
Tài sản cố định	263	419	699	557	421
Chi phí xây dựng cơ bản	105	7	188	446	68
Tài sản dài hạn khác	50	175	99	248	157
Tổng nợ	723	873	726	824	843
Nợ ngắn hạn	713	863	716	814	832
Khoản phải trả	98	83	52	104	64
Vay và nợ thuê tài chính ngắn	415	515	434	462	507
Khác	200	264	229	247	261
Nợ dài hạn	10	10	10	10	11
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	0	0	0	0	0
Khác	10	10	10	10	11
Vốn chủ sở hữu	1,977	2,116	2,268	2,470	2,703
Vốn góp chủ sở hữu	654	654	654	654	654
Thặng dư vốn	594	594	594	594	594
Vốn khác	0	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	534	676	817	1,006	1,225
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	195	192	203	216	230
*Nợ vay	415	515	434	462	507
*Nợ ròng (tiền)	(380)	(81)	(423)	(747)	(959)

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Tiền từ HĐKD	155	417	536	470	358
Lợi nhuận ròng	287	321	298	348	379
Khấu hao TSCĐ hữu hình	83	121	144	143	135
(Lãi) từ HĐ đầu tư	-	-	-	-	-
Thay đổi vốn lưu động	(215)	(25)	94	(20)	(157)
Thay đổi khác	-	-	-	-	-
Tiền từ HĐ đầu tư	(211)	(557)	(67)	(8)	(9)
Thay đổi tài sản cố định	(15)	(313)	(425)	-	-
Thay đổi tài sản đầu tư	(15)	14	(19)	(8)	(9)
Khác	(181)	(257)	377	-	-
Dòng tiền tự do	(56)	(140)	469	462	350
Tiền từ HĐ tài chính	557	(41)	(227)	(118)	(102)
Thay đổi vốn cổ phần	682	(0)	-	-	-
Tiền đi vay/(trả) nợ	(28)	101	(81)	28	44
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(98)	(142)	(146)	(146)	(146)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	501	(181)	242	344	248
Tổng tiền đầu năm	268	770	585	828	1,172
Thay đổi trong tỷ giá	0	(3)	-	-	-
Tổng tiền cuối năm	770	585	828	1,172	1,419

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu thuần	5,199	5,702	5,037	5,409	5,797
Tăng trưởng (%)	17.8	9.7	(11.7)	7.4	7.2
Giá vốn hàng bán	(4,670)	(5,076)	(4,503)	(4,809)	(5,144)
Lợi nhuận gộp	529	626	534	600	653
Biên lợi nhuận gộp (%)	10.2	11.0	10.6	11.1	11.3
Chi phí BH & QLDN	(264)	(319)	(241)	(258)	(280)
LN từ HĐKD	265	307	294	341	373
Tăng trưởng (%)	17.5	15.8	(4.3)	16.2	9.2
Biên LN từ HĐKD (%)	5.1	5.4	5.8	6.3	6.4
LN khác	24	22	11	14	15
Thu nhập tài chính	54	71	45	53	60
Chi phí tài chính	(33)	(54)	(36)	(42)	(49)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(14)	(17)	(20)	(21)	(24)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	3	5	2	3	3
LNIT	289	328	304	355	388
Thuế TNDN	(2)	(7)	(6)	(7)	(8)
LNST	287	321	298	348	379
Tăng trưởng (%)	27.1	11.8	(7.2)	16.6	9.2
Biên lợi nhuận ròng (%)	5.5	5.6	5.9	6.4	6.5
LNST cổ đông công ty mẹ	267	309	287	335	365
Lợi ích CĐTTS	20	12	11	13	14
LN trước thuế và lãi vay	289	328	304	355	388
Tăng trưởng (%)	22.2	13.7	(7.3)	16.7	9.2
Biên LN (%)	5.6	5.8	6.0	6.6	6.7
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	372	449	449	498	523
Tăng trưởng (%)	18.7	20.8	(0.2)	10.9	5.1
Biên LN (%)	7.2	7.9	8.9	9.2	9.0

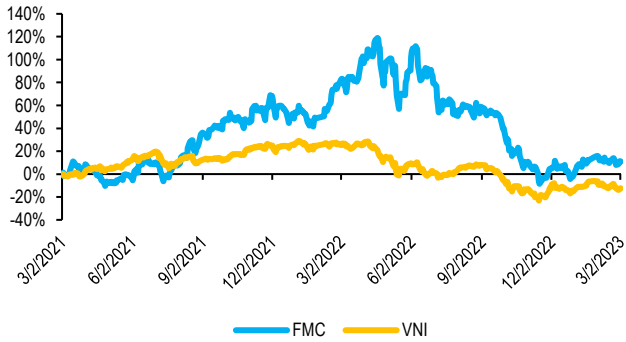
Chỉ số tài chính

Năm	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (đồng)	4,677	4,605	4,387	5,117	5,586
BPS (đồng)	30,231	32,361	34,686	37,770	41,341
DPS (đồng)	1,500	2,170	2,232	2,232	2,232
PER (x)	10.8	7.0	11.4	9.8	8.9
PBR (x)	1.7	1.0	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA (x)	7.2	9.2	8.8	7.9	7.5
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	34.2	44.2	49.0	42.0	38.5
Lãi cổ tức (%)	3.0	6.7	4.5	4.5	4.5
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	7.2	7.9	8.9	9.2	9.0
Biên LN từ HĐKD (%)	5.1	5.4	5.8	6.3	6.4
Biên LNST (%)	5.5	5.6	5.9	6.4	6.5
ROA (%)	13.0	11.3	10.0	11.1	11.1
ROE (%)	18.8	15.7	13.6	14.7	14.7
Khả năng tài chính					
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	21.0	24.4	19.2	18.7	18.7
Nợ vay ròng/ EBITDA (%)	(102.0)	(18.0)	(94.4)	(150.2)	(183.4)
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	111.4	69.1	119.9	148.7	176.1
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	20.0	19.0	15.6	16.7	16.3
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	53	85	102	111	126
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	61	67	73	66	66
Số ngày khoản phải thu (ngày)	24	21	21	21	21

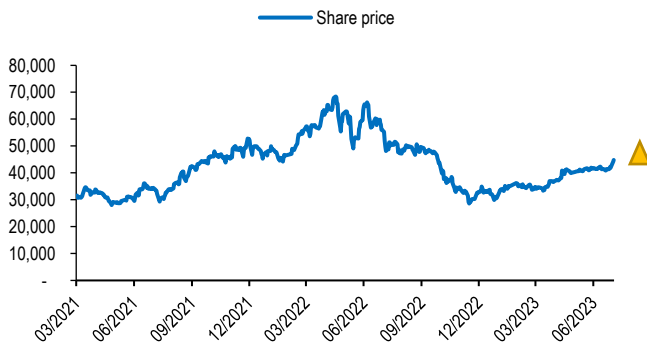
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Công ty cổ phần Thực phẩm Sao Ta (FMC VN)

Giá cổ phiếu



Giá mục tiêu



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%)	
			TB	Max/Min
12/07/2023 (BC lần đầu)	GIỮ	49,900	21.35	-15.14/66.33

Lưu ý: Tính toán chênh lệch giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu

- ♦ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên
- ♦ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15%
- ♦ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%

Ngành

- ♦ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA
- ♦ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ
- ♦ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- ◆ The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Diem Ngo

Important Disclosures & Disclaimers

- ◆ As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: Sao Ta Foods JSC
- ◆ Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- ◆ As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- ◆ Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- ◆ All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- ◆ This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- ◆ This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- ◆ Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- ◆ United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- ◆ All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL

Shinhan Investment Corp.
Shinhan Investment Tower
23-2, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599

Shanghai

Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
22nd Floor, Centec Tower, 72-74 Nguyen Thi Minh Khai Street,
District 3, Ho Chi Minh City, Vietnam
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000