

Thực phẩm Sao Ta (FMC)

Chuỗi giá trị bền vững là then chốt

Top 3 doanh nghiệp xuất khẩu tôm Việt Nam

Thực phẩm Sao Ta nằm trong Top 3 doanh nghiệp xuất khẩu tôm Việt Nam với giá trị xuất khẩu 217.7 triệu đô (năm 2022), tương đương 5% thị phần ngành tôm. FMC đã xuất khẩu sang các thị trường trọng điểm là Mỹ, Nhật Bản và EU với các sản phẩm chất lượng cao trong những năm gần đây. Bất chấp sự đảo lộn của ngành tôm Việt Nam trong nhiều năm, FMC có thể duy trì tăng trưởng kép 15% của doanh thu từ 2011-2022.

Doanh nghiệp vững vàng đón bão năm 2023

Mặc dù triển vọng của chúng tôi về ngành tôm năm sẽ chậm lại, nhưng chúng tôi tin rằng Thực phẩm Sao Ta có thể tiếp tục mở rộng thị trường Nhật Bản, thị trường EU và tăng công suất hoạt động trong 2023. Trong khi đó, xuất khẩu sang thị trường Mỹ sẽ giảm vào năm 2023. Chúng tôi ước tính FMC có thể đạt doanh thu 6,028 tỷ đồng (+5.7% n/n) và LNST 392 tỷ đồng (+15.9% n/n), EPS 5,420 đồng (+8.6% n/n) vào năm 2023.

Đầu tư sâu vào chuỗi giá trị trong dài hạn

Chúng tôi kỳ vọng Thực phẩm Sao Ta sẽ tăng trưởng kép doanh thu và LNST lần lượt là 13% và 16% từ 2023F đến 2027F, do (1) hưởng lợi từ tăng trưởng tích cực của thị trường xuất khẩu tôm, (2) mở rộng công suất để tăng sản lượng và chất lượng đáp ứng nhu cầu, và (3) biên lợi nhuận được tối ưu hóa nhờ cải thiện tỷ lệ tự chủ.

MUA với giá MT là 49,100

Chúng tôi khuyến nghị MUA và giá MT là 49,100 đồng đối với FMC, tương ứng mức tăng 17% do triển vọng kinh doanh tích cực, tăng trưởng EPS ổn định, chiến lược quản lý tốt. Chúng tôi kết hợp 50:50 của phương pháp định giá DCF 5 năm và phương pháp định giá hệ số PE. Chúng tôi cho rằng nhu cầu cao hơn dự kiến từ thị trường Mỹ là chất xúc tác tiềm năng cho xu hướng tăng, trong khi khả năng tiếp cận thị trường EU gặp khó khăn dẫn đến doanh thu thấp hơn và giá đầu vào duy trì ở mức cao khiến biên lợi nhuận gộp thấp hơn là những yếu tố rủi ro.

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Doanh thu (Tỷ đồng)	5,199	5,702	6,028	6,791	7,727
LN hoạt động (Tỷ đồng)	265	307	355	406	487
LN trước thuế (Tỷ đồng)	286	323	377	431	515
LN ròng (Tỷ đồng)	324	338	392	444	530
EBITDA (Tỷ đồng)	354.7	396.6	406.8	479.2	571.2
Nợ ròng (Tỷ đồng)	(184.8)	111.2	129.3	207.5	13.3
Biên LN hoạt động (%)	5.1	5.4	5.9	6.0	6.3
ROE (%)	20.8	17.1	17.0	17.5	17.6
Suất sinh lợi cổ tức (%)	5.2	6.2	5.7	5.0	4.2
EPS (đồng, điều chỉnh)	4,688	4,992	5,420	6,193	7,470
Tăng/giảm (% n/n)	17.5	6.5	8.6	14.3	20.6
BPS (đồng, điều chỉnh)	19,079	19,079	19,079	19,079	19,079
DPS (đồng, điều chỉnh)	2,000	2,000	2,000	2,000	2,001
PE (x)	8.2	7.7	8.0	8.5	9.5
PB (x)	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
EV/EBITDA (x)	5.0	4.4	4.3	3.7	3.1

Ghi chú: LN ròng, EPS and ROE dựa trên lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ

Công ty PT chuyên sâu

Thủ y sản

17/04/2023

Đánh giá **MUA (Duy trì)**

Giá mục tiêu **49,100**

Lợi nhuận **+21%** (gồm 20% cổ tức tiền mặt)

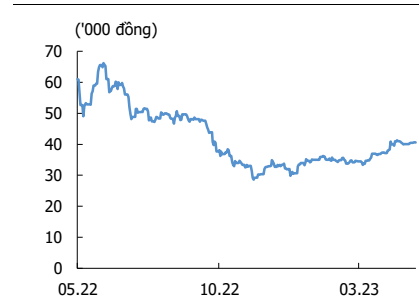
Thông kê

VNIIndex (10/05, điểm)	1,057
Giá cp (10/05, đồng)	40,600
Vốn hóa (tỷ đồng)	2,655
SLCP lưu hành (triệu)	65
Cao/Thấp 52 tuần (đồng)	66,230/28,589
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	2
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	34.8/31.3
Cổ đông lớn (%)	
PAN Group	37.8
C.P Vietnam	24.9

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	6.9	24.0	(33.4)
Tương đối với VNI (%p)	7.6	11.7	(16.6)

Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Phòng phân tích

researchdept@kisvn.vn

Nội dung

I. Vượt qua mùa bão 2023F

1. 2022: động lực đến từ các thị trường trọng điểm 2
 2. Doanh nghiệp vững vàng đón bão năm 2023
-

II. Đầu tư sâu vào chuỗi giá trị trong dài hạn

1. Cải thiện tỷ lệ tự chủ để cải thiện biên LN gộp 5
 2. Mở rộng công suất để đẩy mạnh doanh số
-

III. Định giá và rủi ro

1. MUA với giá MT 49,100 8
 2. Rủi ro
-

IV. Phụ lục 11

Báo cáo có gì?

- FMC có thể tăng 5.8% n/n doanh thu và +16.4% n/n LNST trong 2023
- Tăng công suất và mở rộng hệ thống vùng nuôi sẽ là động lực dài hạn
- MUA với chiến lược tăng trưởng ổn định, bền vững trong dài hạn

I. Vượt qua mùa bão 2023F

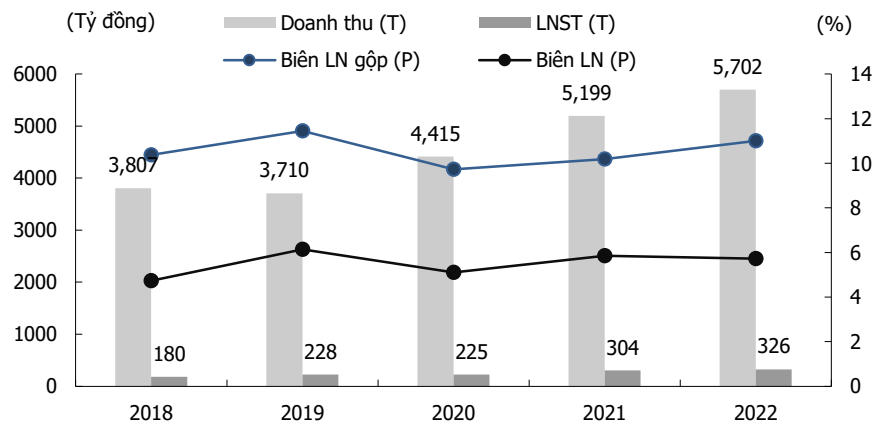
**Doanh thu và LNST
2022 tăng 11% n/n**

1. 2022: động lực đến từ các thị trường trọng điểm

Năm 2022, doanh thu thuần tăng 10% n/n do giá trị xuất khẩu tôm và nông sản tăng lần lượt 9% n/n và 39% n/n. Công ty tiếp tục mở rộng thị trường Nhật Bản và Mỹ, đóng góp 44% và 29% doanh thu cho FMC. Nhờ đó, xuất khẩu tôm tăng cả về lượng và giá bán trung bình lần lượt +0.6% n/n và 8% n/n.

Biên LN góp cải thiện 0.8 đpt n/n vào năm 2022 do chúng tôi ước tính giá bán trung bình của các sản phẩm tôm cao hơn chi phí nguyên liệu đầu vào (+1% đpt n/n). Tuy nhiên, chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu cũng tăng nhẹ 0.8 đpt n/n. Do đó, biên LN năm 2022 ở mức 5.6% (tương đương n/n), dẫn đến LNST đạt 319.5 tỷ đồng (+11% n/n).

Hình 1. Kết quả kinh doanh của FMC tăng dần qua các năm

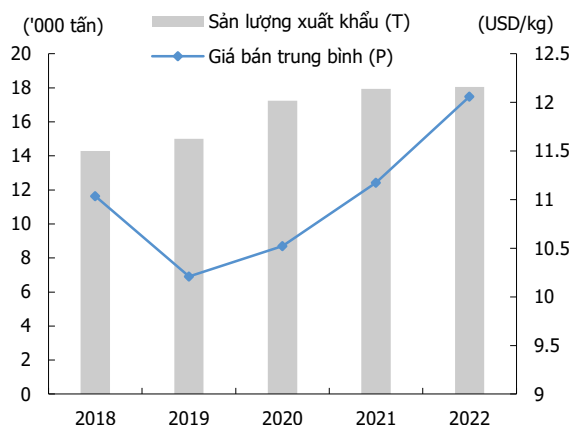


Nguồn: Dữ liệu công ty, Korea Investment & Securities

**Sản lượng xuất khẩu
tôm sụt giảm trong quý
4/2022**

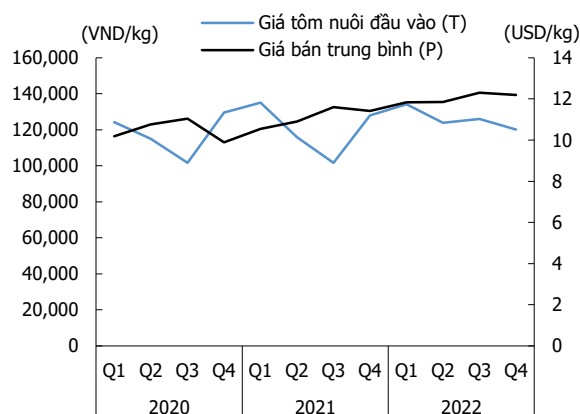
Mặc dù KQKD năm 2022 có mức tăng trưởng khả quan nhưng quý 4/22 chứng kiến doanh thu giảm 16% n/n và 31% q/q. Chúng tôi ước tính lạm phát có thể tác động tiêu cực đến sức tiêu thụ của thị trường, trong khi hàng tồn kho tại các thị trường tiêu thụ ở mức cao. Nhu cầu sụt giảm trong kỳ nghỉ lễ đã làm giảm sản lượng xuất khẩu các sản phẩm tôm của FMC trong những tháng cuối năm, -21% n/n và -38% q/q trong 4Q22. Mặc dù giá bán trung bình tăng cao nhưng chi phí nguyên liệu đầu vào cũng tăng do điều kiện nuôi trồng không thuận lợi, làm giảm biên LN góp xuống 12.8% (-1.2 đpt n/n và +1.9 đpt q/q). Công ty đã công bố 81.3 tỷ đồng LNST trong 4Q22, -26.3% n/n và +1.9% q/q.

Hình 2. Sản lượng tôm và giá bán trung bình tăng giúp thúc đẩy doanh thu FMC trong năm 2022



Nguồn: Dữ liệu công ty, Korea Investment & Securities

Hình 3. Giá bán trung bình của FMC theo quý



Nguồn: Dữ liệu công ty, Undercurrent Data, Korea Investment & Securities

2. Doanh nghiệp vững vàng đón bão năm 2023

Mặc dù triển vọng thị trường tôm năm 2023 ảm đạm, nhưng chúng tôi tin rằng Thực phẩm Sao Ta có thể duy trì tăng trưởng khả quan. Việc xuất khẩu sang các thị trường chiến lược và mở rộng công suất có thể giúp sản lượng xuất khẩu tôm tăng 15% n/n và bù đắp mức giảm giá bán trung bình -3.5% n/n vào năm 2023, giúp doanh thu tôm tăng 5.4% n/n. Mặc dù giá bán trung bình năm 2023 giảm, chúng tôi ước tính rằng biên LN có thể tăng nhẹ 0.6 đọt/n lên 6.5% do biên LN gộp cải thiện khi chi phí nguyên liệu đầu vào giảm và tỷ lệ tự chủ tăng.

Chúng tôi ước tính doanh thu có thể tăng nhẹ 5.7% n/n lên 6,028 tỷ đồng chủ yếu dựa trên mức tăng lần lượt là 5.4% n/n và 9.7% n/n lên 5,793 tỷ đồng và 234.7 tỷ đồng của tôm và nông sản. Chúng tôi kỳ vọng FMC sẽ (1) tiếp tục mở rộng thị trường Nhật Bản và (2) giành thêm thị phần tại thị trường EU. Trong khi đó, xuất khẩu sang thị trường Mỹ sẽ giảm nhẹ 7.5% n/n.

2.1. Tiếp tục mở rộng thị trường Nhật Bản

Từ năm 2021-2022, FMC tập trung xuất khẩu dần sang Nhật Bản để bù đắp mức tăng trưởng âm tại các thị trường EU và tận dụng ưu thế của họ về các sản phẩm tôm giá trị gia tăng với giá bán cao hơn, chi phí logistic thấp hơn so với các thị trường khác. Như vậy, FMC tăng dần 23% n/n vào năm 2021 và 27% n/n giá trị xuất khẩu vào năm 2022. Do chúng tôi giả định rằng sức tiêu thụ tôm của Nhật Bản có thể khả quan (chi tiết trong báo cáo [Báo cáo thủy sản chuyên sâu 2023](#)), và xuất khẩu tôm của FMC sang thị trường này đóng góp 34% vào tổng doanh thu năm 2022, vì vậy chúng tôi kỳ vọng FMC có thể tăng giá trị xuất khẩu sang thị trường Nhật Bản trong năm 2023 thêm 23.5% n/n.

2.2. Giành thêm thị phần của thị trường EU và Anh

Kể từ khi EVFTA có hiệu lực, FMC đã nhắm đến thị trường EU (và Anh) là một trong những thị trường hàng đầu do được hưởng lợi rất lớn từ ưu đãi thuế từ EVFTA và UKFTA. Tuy nhiên, mức tiêu thụ thấp và chi phí logistic lớn khiến FMC giảm hoạt động xuất khẩu sang thị trường EU trong bối cảnh dịch COVID-19. Từ năm 2020 đến 2021, tỷ trọng đóng góp của doanh thu xuất khẩu FMC vào thị trường EU thu hẹp từ 28% xuống 22%.

Chúng tôi kỳ vọng FMC sẽ có sự chuẩn bị tốt để quay trở lại thị trường này vào năm 2023 khi FMC hoàn thành nhà máy Thủy sản Sao Ta với công suất 15,000 tấn (so với tổng công suất 33,000 tấn của năm 2022) vào tháng 1/2023. Nhà máy này được đầu tư để sản xuất đầu ra đáp ứng tiêu chuẩn EU, sản phẩm chất lượng cao theo kế hoạch 2019-2020.

Do đó, chúng tôi dự báo rằng FMC có thể đạt được tốc độ tăng trưởng nhờ (1) năng lực sẵn có để sản xuất đầu ra có chất lượng và đáp ứng yêu cầu của thị trường EU (2) giảm dần phí hậu cần và (3) lợi ích của thuế suất ưu đãi của EVFTA. Tuy nhiên, với giả định xuất khẩu ngành tôm sang thị trường EU chậm lại vào năm 2023, chúng tôi ước tính FMC chỉ tăng tỷ trọng đóng góp từ 22% lên 24% tổng doanh thu của FMC vào năm 2023, +23.6% n/n giá trị xuất khẩu sang thị trường này.

2.3. Xuất khẩu sang thị trường Mỹ sẽ giảm nhẹ 7.5% n/n

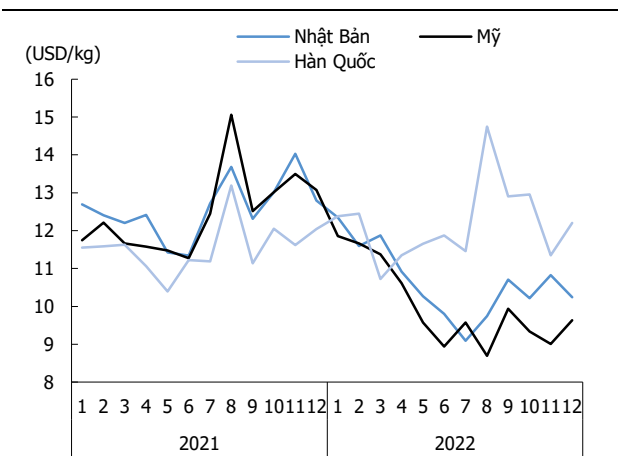
Chúng tôi cho rằng lạm phát cao và tồn kho dồi dào của các nhà nhập khẩu sẽ làm giảm xuất khẩu tôm sang thị trường Mỹ trong năm 2023, do vậy chúng tôi ước tính giá trị xuất khẩu của FMC sang thị trường này có thể giảm 7.5% n/n.

Bảng 1. Cơ cấu doanh thu hàng năm

	2020	2021	2022	2023F
<i>Sản phẩm tôm</i>				
Sản lượng (kg)	17,240,950	17,941,430	18,054,110	20,762,507
Giá bán trung bình (USD/kg)	10.5	11.2	12.1	11.6
Doanh thu (tỷ đồng)	4,230	5,048	5,494	5,793
<i>Nông sản</i>				
Sản lượng (kg)	1,200,790	1,592,210	1,801,810	1,981,991
Giá bán trung bình (USD/kg)	4.1	3.8	4.7	4.9
Doanh thu (tỷ đồng)	115	151	214	235
Tổng doanh thu (tỷ đồng)	4,415	5,199	5,702	6,028

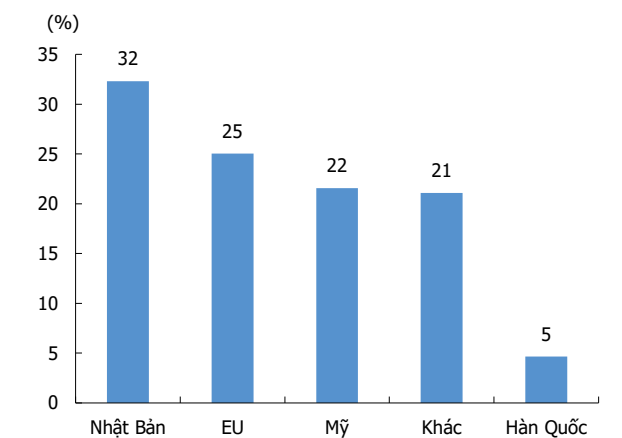
Nguồn: Korea Investment & Securities

Hình 4. Ước tính giá bán tôm của FMC tại các thị trường



Nguồn: Tendata, Korea Investment & Securities ước tính

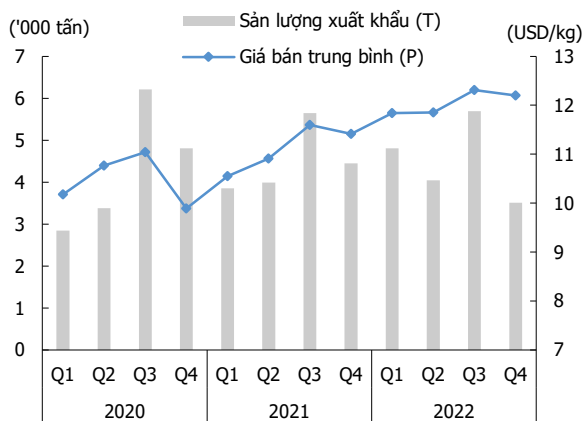
Hình 5. Ước tính cơ cấu sản lượng xuất khẩu theo thị trường năm 2022



Nguồn: Tendata, Korea Investment & Securities ước tính

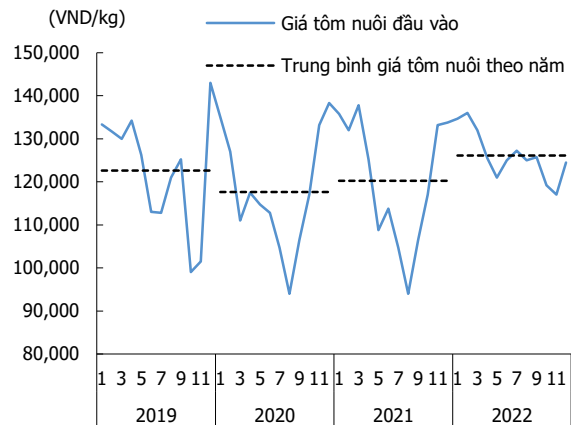
Chúng tôi giả định rằng giá bán trung bình có thể giảm 3.5% n/n xuống 4.5% n/n do nhu cầu thấp hơn và cạnh tranh cao. Trong khi thức ăn nuôi tôm (chiếm 75% giá thành tôm nuôi) có thể hạ nhiệt nhẹ vào năm 2023, khiến giá đầu vào tôm nuôi giảm 2% đến 3% n/n. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ ổn định ở mức 11.3% vào năm 2023, nhờ cải thiện tỷ lệ tự chủ. Theo ban lãnh đạo, FMC có kế hoạch tăng thả nuôi tất cả 240 ao nuôi mới từ quý 2 năm 2023, nâng tổng số ao nuôi tôm lên 600 ao nuôi nhằm cải thiện tỷ lệ tôm nuôi tự cung tự cấp từ 20% lên 30%. Trong khi đó, chúng tôi ước tính chi phí QLBH/doanh thu thấp hơn (-0.2 đpt n/n) do chi phí logistic giảm và chi phí lãi vay giảm sẽ giúp biên lợi nhuận tăng 0.6 đpt n/n lên 6.5% vào năm 2023. Do đó, chúng tôi ước tính rằng Thực phẩm Sao Ta có thể đạt 392 tỷ đồng LNST (+15.9% n/n).

Hình 6. Sản lượng FMC và giá bán giảm dần trong 4Q22



Nguồn: Company Data, Korea Investment & Securities ước tính

Hình 7. Giá tôm nuôi năm 2022 duy trì ở mức cao



Nguồn: Undercurrent, Data Korea Investment & Securities ước tính

Bảng 2. Triển vọng KQKD 2022F-2023F

	2022F	2023F	Chênh lệch	Ghi chú
Doanh thu	5,702	6,028	5.7	Chúng tôi dự báo 1) nhu cầu giảm tại nhiều thị trường và 2) giá đầu vào giảm nhẹ có thể kéo giá bán xuống 11.6 USD/kg (-3.6% n/n). Trong khi đó, FMC tập trung xuất khẩu tại các thị trường Nhật Bản, Hàn Quốc và EU có thể nâng sản lượng xuất khẩu lên 20,960 tấn (+16.1% n/n).
Lợi nhuận gộp	628	678	7.9	
<i>Biên LN gộp</i>	<i>11.0</i>	<i>11.2</i>	<i>0.2</i>	Chúng tôi ước tính mở rộng diện tích nuôi trồng làm tăng tỷ lệ tự chủ, giúp ổn định chi phí nguyên liệu đầu vào để cải thiện biên lợi nhuận gộp.
Chi phí QLBH	(321)	(323)	0.6	
LN hoạt động	307	355	15.6	
<i>Biên LNHD</i>	<i>5.4</i>	<i>5.9</i>	<i>0.5</i>	
Doanh thu tài chính	91	80	(12.8)	
Chi phí tài chính	(74)	(41)	(44.7)	
LN khác	(0.5)	(0.5)	0.0	
LN trước thuế	323	377	16.5	
Thuế TNDN	(9)	(10)	11.2	
LN sau thuế	338	392	15.9	
<i>Biên LN</i>	<i>5.9</i>	<i>6.5</i>	<i>0.6</i>	Biên lợi nhuận gộp tăng và chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu giảm đã nâng biên LNHD +0.5 đpt n/n, tăng biên LN 0.6 đpt vào năm 2023

II. Đầu tư sâu vào chuỗi giá trị trong dài hạn

Chúng tôi kỳ vọng Thực phẩm Sao Ta sẽ đạt tăng trưởng kép về doanh thu và LNST lần lượt là 13% và 16% trong giai đoạn 2023F-2027F, nhờ (1) hưởng lợi từ triển vọng tăng trưởng tích cực của ngành tôm xuất khẩu trong dài hạn, (2) mở rộng công suất để đáp ứng nhu cầu về sản lượng và chất lượng, và (3) tối ưu hóa lợi nhuận nhờ cải thiện tỷ lệ tự chủ.

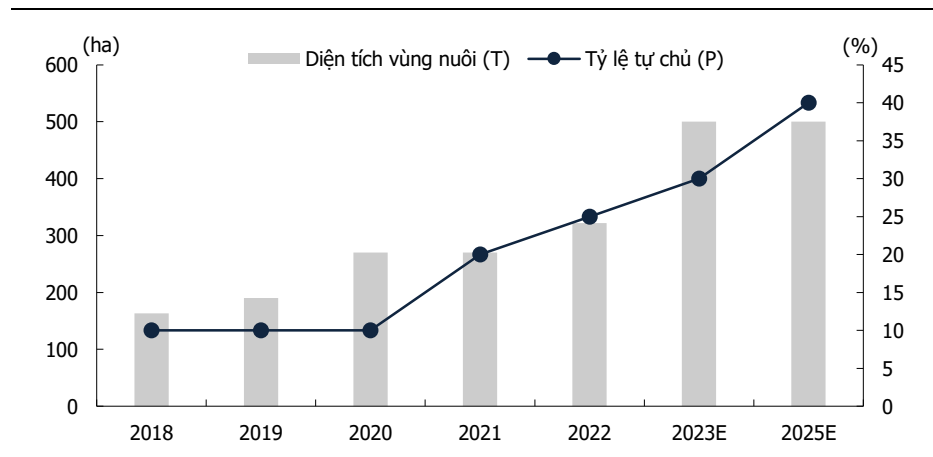
1. Cải thiện tỷ lệ tự chủ để cải thiện biên LN gộp

Thực phẩm Sao Ta đầu tư mạnh vào vùng nuôi trong những năm gần đây. Năm 2021, FMC đạt 270ha diện tích nuôi, thu hoạch 7.1 nghìn tấn tôm nguyên liệu. Năm 2022, FMC tăng thêm 52ha diện tích nuôi của công ty con Khang An lên tổng diện tích nuôi 322ha, chúng tôi ước tính sẽ thu hoạch 8.9 nghìn tấn tôm nguyên liệu (+25% n/n). Dự kiến, FMC sẽ mở rộng thêm 203ha diện tích nuôi của công ty con Vĩnh Thuận, nâng tổng diện tích nuôi lên 525ha trong nửa cuối năm 2023 (600 ao). Trong 3 năm tới, FMC kỳ vọng sẽ mở rộng thêm diện tích nuôi trồng.

Như chúng tôi đã đề cập trong Báo cáo thủy sản chuyên sâu (2023), các yếu tố bên ngoài có thể khiến giá tôm nguyên liệu biến động mạnh (chiếm 70% - 80% chi phí đầu vào) và sản lượng thu hoạch tôm không ổn định. Nó có thể biến động sản lượng gia công trong thời gian ngắn, có khả năng làm tăng giá tôm đầu vào. Như vậy, để ổn định sản lượng và giá tôm đầu vào nhằm cải thiện biên lợi nhuận gộp, FMC cần tăng tỷ lệ tự chủ.

Theo lãnh đạo, để nâng cao tỷ lệ tự chủ, FMC không chỉ mở rộng diện tích nuôi mà còn đầu tư quy trình, kỹ thuật nuôi nhằm nâng tỷ lệ sống lên 85% (cao hơn so với thị trường hiện là 45%). Chúng tôi cho rằng FMC có thể tự cung cấp 12,000 tấn tôm với các kế hoạch nuôi hiện tại và tỷ lệ tự cung tự cấp có thể cải thiện từ khoảng 25% lên 30% vào năm 2023. Đến năm 2025, công ty dự kiến sẽ tăng tỷ lệ tự túc lên 40%. Theo đó, chúng tôi dự báo biên nhuận gộp có thể cải thiện từ 11% - 11.7% trong giai đoạn 2022-2025.

Hình 8. FMC lên kế hoạch tăng tỷ lệ tự chủ lên 40% vào năm 2025



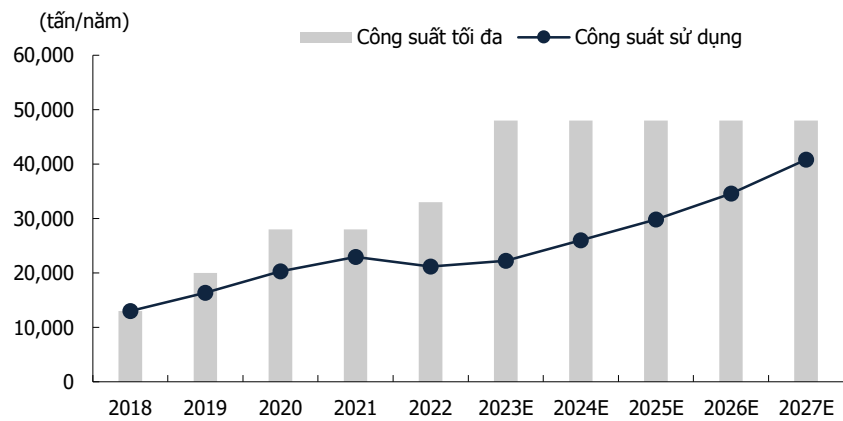
Nguồn: Công ty, Korea Investment & Securities ước tính

2. Mở rộng công suất chế biến để đẩy mạnh doanh số

Năm 2021, ước tính công suất của 4 nhà máy là 27,000 tấn/năm. Năm 2022, FMC bổ sung công suất 5,000 tấn/năm với nhà máy Tam An thuộc Công ty con Khang An Food. Nhà máy Tam An chế biến các sản phẩm từ rau củ. Bên cạnh đó, FMC mạnh tay đầu tư 245 tỷ đồng vào nhà máy Thủy sản Sao Ta công suất 15,000 tấn sản phẩm tôm giai đoạn 2020-2022. Nhà máy này bắt đầu đi vào hoạt động từ năm 2023 với kế hoạch chế biến tôm cung cấp cho thị trường EU.

Chúng tôi kỳ vọng FMC có thể tối ưu hóa công suất trong năm 2027 với 45,000 tấn sản phẩm/năm. Chúng tôi cho rằng việc mở rộng công suất sẽ mở ra cơ hội cho FMC tích cực mở rộng thị trường với đa dạng sản phẩm, đặc biệt là các sản phẩm chất lượng cao.

Hình 9. FMC đầu tư mạnh vào quy trình chế biến và sản xuất



Source: Công ty, Korea Investment & Securities ước tính

Bảng 3. Triển vọng KQKD 2022F-2025F

(tỷ đồng, %, đpt)

	2022F	2025F	Chênh lệch	Ghi chú
Doanh thu	5,702	7,727	35.5	
Lợi nhuận gộp	628	901	43.4	
<i>Biên LN gộp</i>	11.0	11.7	0.6	Chúng tôi ước tính mở rộng diện tích nuôi trồng làm tăng tỷ lệ tự chủ, giúp ổn định chi phí nguyên liệu đầu vào để cải thiện biên lợi nhuận gộp.
Chi phí QL BH	(321)	(414)	29.0	
LN hoạt động	307	487	58.6	
<i>Biên LN HĐ</i>	5.4	6.3	0.9	
Doanh thu tài chính	91	102	11.8	
Chi phí tài chính	(74)	(53)	(29.1)	
LN khác	(0.5)	(0.5)	0.0	
LN trước thuế	323	515	59.4	
Thuế TNDN	(9)	(18)	102.8	
LN sau thuế	338	513	51.7	
<i>Biên LN</i>	5.9	6.6	0.7	

III. Định giá và rủi ro

1. MUA với giá MT 49,100

Chúng tôi khuyến nghị MUA và giá MT là 49,100 đồng đối với FMC, tương ứng mức tăng 17%. Chúng tôi kết hợp 50:50 của phương pháp định giá DCF 5 năm (beta 1.01, lợi suất phi rủi ro là 5.5% và phần bù rủi ro thị trường là 8%) và phương pháp định giá hệ số PE ở mức 9x 2023F. Chúng tôi tin rằng FMC xứng đáng được giao dịch với mức giá 49,100 do triển vọng kinh doanh tích cực, tăng trưởng EPS ổn định, chiến lược quản lý tốt.

Mặt khác, (1) nhu cầu mạnh hơn dự kiến từ các thị trường trọng điểm bất chấp ảnh hưởng của lạm phát hay nền kinh tế toàn cầu âm ảm và (2) giá bán trung bình giảm chậm hơn sẽ là chất xúc tác tiềm năng cho chúng tôi. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng khả năng tiếp cận thị trường EU và Nhật Bản dẫn đến sản lượng xuất khẩu giảm và giá đầu vào duy trì ở mức cao khiến biên lợi nhuận gộp thấp hơn là yếu tố rủi ro.

Bảng 4. Định giá

Khoản mục	Giá	Tỷ trọng	Giá trị theo tỷ trọng
Giá/EPS	50,139	50%	25,070
DCF	48,000	50%	24,000
Giá mục tiêu FMC			49,100

Bảng 5. Phương pháp hệ số PE

Khoản mục	FY23F	FY24F	TB.23F- 24F
EPS (VND)	5,420	6,193	5,420
Trung vị ngành khu vực (x)	6.8	6.2	6.5
Phần bù (%)	16.2	40.1	27.3
Mục tiêu (x)	9.0	9.5	9.3
Giá mục tiêu theo PE (VND)			50,139

Bảng 6. Tóm tắt dòng tiền

	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
EBITDA	407	479	571	657	755
EBIT	355	406	487	559	643
Thuế (%)	2.6	3.5	3.5	3.5	3.5
EBIAT (NOPAT)	345	391	469	540	621
Thêm: Khấu hao	52	74	85	97	112
Giảm: Tăng vốn lưu động	53	151	117	154	189
Giảm: Capex	266	300	156	177	202
Dòng tiền tự do cho DN	79	14	281	306	341
Giá trị hiện tại của Dòng tiền tự do (PV of FCF)		13	223	216	214

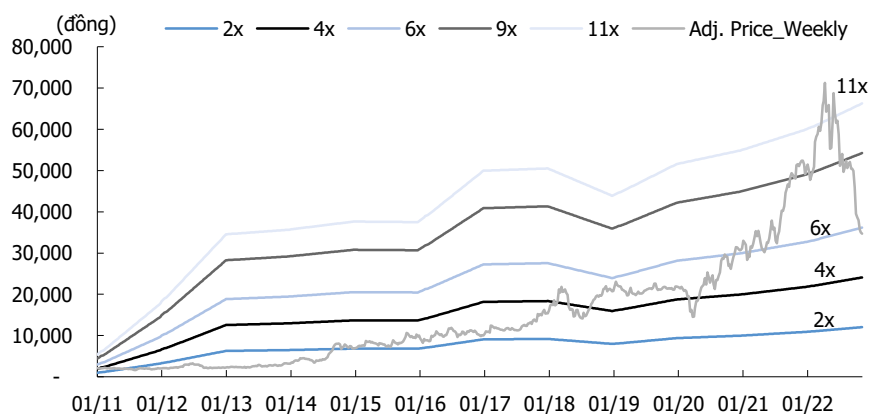
Bảng 7. Phương pháp DCF

Chi phí VCSH	
Beta (x)	1.01
Lãi suất phi rủi ro (%)	5.50
Phần bù rủi ro VCSH (%)	8.00
Chi phí VCSH (%)	13.59
Chi phí WACC	
Chi phí sử dụng vốn vay (%)	5.35
Hệ số nợ trên vốn vay mục tiêu (%)	5.21
Thuế suất (%)	2.63
WACC (%)	12.34

Khoản mục	Giá trị	Ghi chú
Giá trị hiện tại của Giá trị cuối cùng (PV of Terminal Value)	744	Tốc độ tăng trưởng dài hạn ở mức 4%
Tổng giá trị hiện tại từ hkd (Total PV of Operations)	3,251	
Nợ vay	111	
Giá trị VCSH	3,139	
SL cổ phiếu lưu hành, triệu	0	
Giá trị VCSH trên cổ phiếu	48,000	
Chênh lệch giá	14%	

Bảng 8. Bảng phân tích độ nhạy

		Tăng trưởng dài hạn				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Lợi suất phi rủi ro	48,000					
	7.0%	37,800	39,200	40,800	42,500	44,400
	6.5%	39,700	41,200	43,000	44,900	47,000
	6.0%	41,700	43,400	45,400	47,500	50,000
	5.5%	43,900	45,800	48,000	50,500	53,200
	5.0%	46,300	48,500	51,000	53,700	56,900
	4.5%	49,000	51,500	54,300	57,400	61,100

Hình 10. PE Band

Nguồn: Korea Investment & Securities

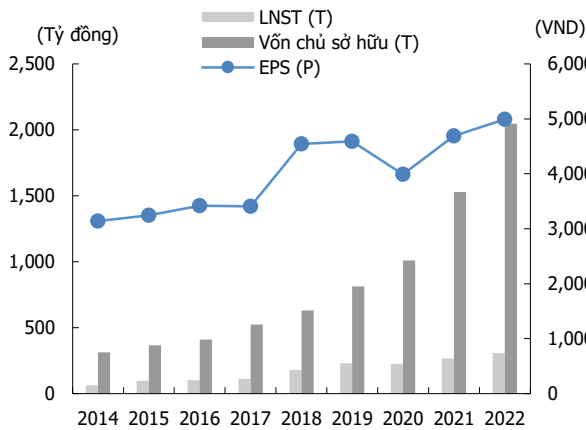
2. Rủi ro

Lạm phát tăng cao tại các thị trường trọng điểm. Chúng tôi cho rằng lạm phát tăng cao làm giảm chi tiêu của người tiêu dùng bao gồm các sản phẩm thủy hải sản, đặc biệt là các sản phẩm tôm có mức giá cao hơn hầu hết sản phẩm cá khác. Do đó, nhu cầu xuất khẩu tôm có thể thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi.

Vấn đề thuế chống bán phá giá vào thị trường Mỹ. Cho dù Việt Nam cũng như FMC đang áp thuế chống bán phá giá 0% đối với sản phẩm tôm từ DOC để xuất khẩu sang thị trường Mỹ, DOC sẽ duy trì lệnh rà soát các hoạt động nhập khẩu có thể dẫn đến bán phá giá vào thị trường Mỹ từ các nhà cung cấp Việt Nam, Ấn Độ, Thái Lan và Indonesia. Như vậy, các doanh nghiệp xuất khẩu tôm Việt Nam có nguy cơ tiềm ẩn bị áp thuế chống bán phá giá và nhu cầu giảm do giá nhập khẩu cao hơn của các nhà nhập khẩu Hoa Kỳ trong khi họ đang là một trong những khách hàng lớn nhất của ngành tôm, trong đó có FMC.

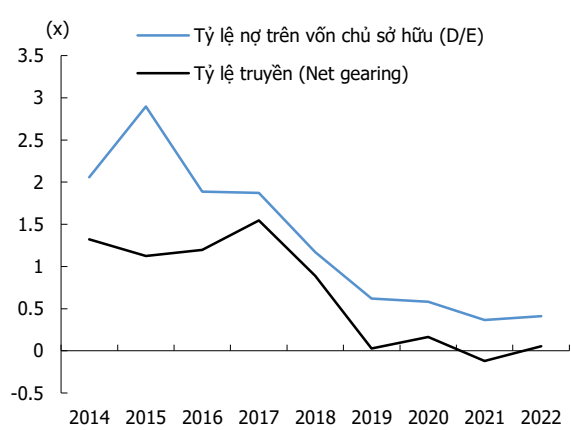
EPS pha loãng. Từ năm 2014-2017, hoạt động của FMC chủ yếu dựa vào nợ ngắn hạn nên hệ số D/E (tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu) ở mức cao 3.5x – 1.9x. Tuy nhiên, trong năm 2019, FMC đã huy động vốn chủ sở hữu để đầu tư và hoạt động, cụ thể là trong năm 2021-2022 cho hoạt động COVID-19 và hoạt động đầu tư mở rộng. Vốn chủ sở hữu tăng mạnh vượt mức tăng của LNST khiến EPS giảm nhẹ trong năm 2020. Do đó, rủi ro tiềm ẩn của việc pha loãng EPS nếu FMC có thể tăng mạnh vốn chủ sở hữu trong tương lai.

Hình 11. Giá tôm nuôi năm 2022 duy trì ở mức cao



Nguồn: Undercurrent Data, Korea Investment & Securities

Hình 12. FMC giảm hệ số D/E qua các năm



Nguồn: Công ty, Undercurrent, Data Korea Investment & Securities

Phụ lục

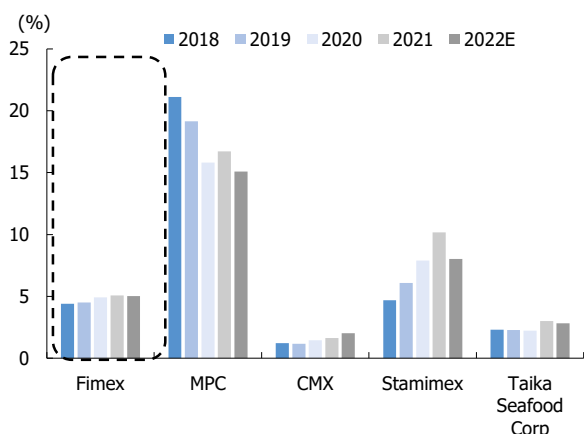
Top 3 doanh nghiệp xuất khẩu tôm lớn nhất

Thực phẩm Sao Ta hay còn gọi là Fimex (FMC) là một trong top 3 doanh nghiệp xuất khẩu tôm lớn nhất ngành thủy sản Việt Nam. FMC chiếm khoảng 5% giá trị xuất khẩu tôm vào năm 2022, sau công ty niêm yết Minh Phú (MPC) ở mức 15% và công ty chưa niêm yết Stamimex ở mức 8%.

Đầu tư vào hạ tầng để tăng lợi nhuận

Năm 2022, diện tích nuôi tôm của FMC là 420 ha, đạt tỷ lệ tự chủ 20% và công suất chế biến tôm 33.000 tấn/năm của 3 nhà máy. Nâng tỷ lệ tự chủ là một trong những động lực chính và là lợi thế cạnh tranh của FMC, vì ngay cả MPC (đơn vị xuất khẩu tôm hàng đầu) công bố tỷ lệ tự chủ ở mức là 10%.

Hình 13. FMC đứng top 3 doanh nghiệp xuất khẩu tôm



Nguồn: Tendata, Korea Investment & Securities ước tính

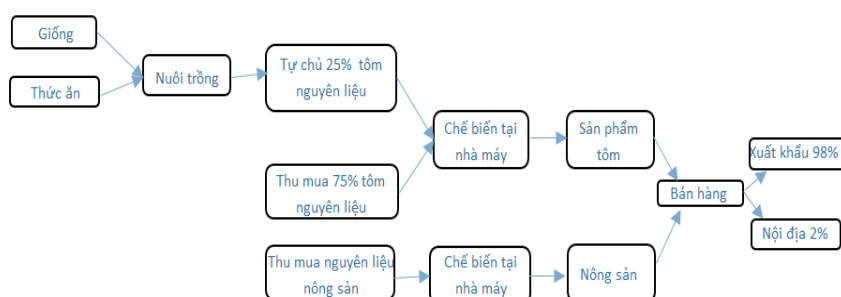
Hình 14. FMC đầu tư mạnh vào chuỗi giá trị

Hệ thống nuôi trồng	Diện tích (ha)	
	2022	2023F
Vùng nuôi Tana farm	270	270
Vùng nuôi Khang An Foods	52	52
Vùng nuôi Vĩnh Thuận		203
Tổng	322	525

Nhà máy chế biến	Công suất (tấn/năm)	
	2022	2023F
Nhà máy thủy sản Nam An	15,000	15,000
Nhà máy thủy sản Tin An	3,000	3,000
Thực phẩm Khang An	15,000	15,000
Nhà máy thủy sản Sao Ta		15,000
Tổng	33,000	48,000

Nguồn: Công ty, Korea Investment & Securities

Figure 15. FMC exploited the shrimp value add chain to stable margin



Nguồn: Korea Investment & Securities

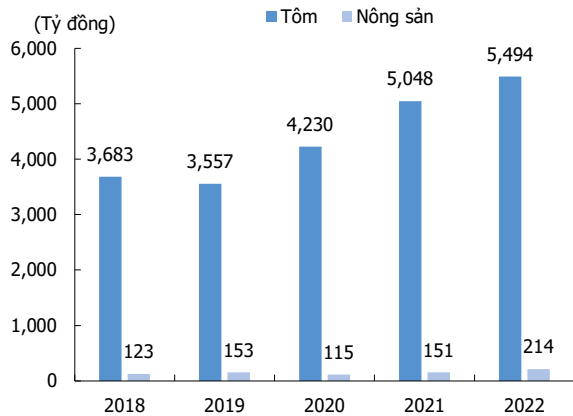
Tôm giá trị gia tăng là sản phẩm chủ lực

FMC xuất khẩu sản phẩm tôm đóng góp 96% trong cơ cấu doanh thu, bao gồm Nobashi, tôm luộc, tôm sống và các sản phẩm tôm tẩm bột. Giá bán trung bình cao và biên lợi nhuận rộng là lợi thế của tôm chất lượng và giá trị gia tăng cao, là sản phẩm chủ lực của FMC, chiếm 80% giá trị xuất khẩu tôm, trong khi sản phẩm tôm sống chiếm 20%.

Tập trung vào thị trường Mỹ và Nhật Bản

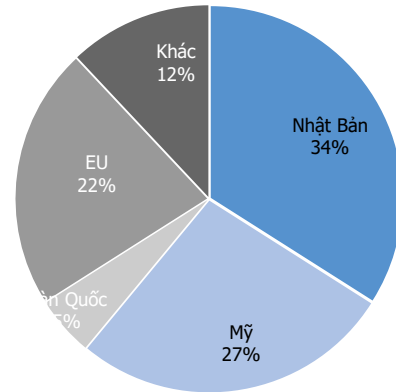
Với lợi thế giá trị gia tăng sản phẩm tôm, FMC tập trung khai thác tiêu thụ thị trường Nhật Bản và Mỹ. Năm 2018-2022, tăng trưởng kép của giá trị xuất khẩu tôm sang Nhật Bản tăng lần lượt 29% và 36%. Trong khi xuất khẩu sang EU (bao gồm cả Anh) giảm mạnh trong năm 2020-2021, chủ yếu do nhu cầu giảm, chi phí logistic cao trong bối cảnh dịch Covid-19 và được cải thiện trong năm 2022.

Hình 16. Tôm là sản phẩm chủ lực



Nguồn: Công ty, Korea Investment & Securities

Hình 17. Nhật Bản là thị trường lớn nhất, chiếm 34% thị phần giá trị xuất khẩu của FMC trong năm 2022

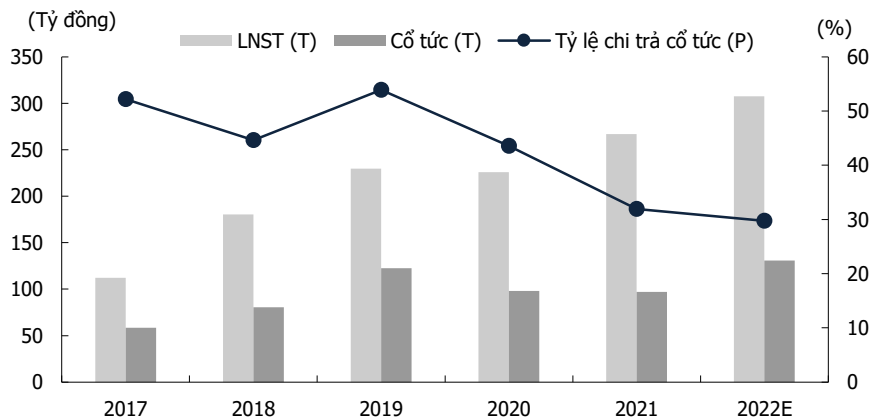


Nguồn: Undercurrent Data, Korea Investment & Securities

Trả cổ tức tiền mặt đều đặn hàng năm

FMC đã duy trì việc chi trả cổ tức bằng tiền mặt đều đặn dựa trên dòng tiền hoạt động khỏe mạnh và ROE dương. Từ 2017-2022, tỷ lệ chi trả cổ tức khoảng 80% - 29,7%. Năm 2022, FMC trả cổ tức tiền mặt tỷ lệ 20%, tương đương 2.000 đồng/cổ phiếu.

Hình 18. FMC chia cổ tức tiền mặt qua các năm



Nguồn: Korea Investment & Securities

Sự hiện diện của cổ đông chiến lược

PAN Group (PAN: HoSE) là công ty cổ phần đầu tư trong lĩnh vực nông nghiệp và thực phẩm, công ty mẹ của FMC, kiểm soát 50,1% cổ phần của FMC, bao gồm 37,75% cổ phần trực tiếp và 12,4% cổ phần gián tiếp thông qua ABT, công ty con của PAN (sở hữu 76,5% PAN).

C.P Việt Nam: Công ty con của Tập đoàn C.P, công ty tư nhân lớn nhất Thái Lan về nông nghiệp và thực phẩm. C.P Việt Nam sở hữu 24,9% cổ phần FMC.

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
Tài sản ngắn hạn	2,042	1,766	1,765	1,879	2,316
Tiền và tương đương tiền	794	596	531	491	740
Phải thu	307	240	254	286	325
Hàng tồn kho	941	929	980	1,103	1,250
Tài sản dài hạn	451	864	1,078	1,304	1,375
Tài sản cố định	450	862	1,076	1,302	1,374
Đầu tư tài chính	1	2	2	2	1
Khác	207	359	359	359	359
Tổng tài sản	2,700	2,988	3,201	3,542	4,050
Người mua trả trước	0	0	0	0	1
Doanh thu chưa thực hiện	198	255	263	259	318
Phải trả người bán	98	63	66	75	85
Khác	12	40	40	68	98
Nợ ngắn hạn và TP đến hạn	415	515	481	533	605
Nợ và TP dài hạn	0	0	0	0	0
Tổng nợ và phải trả	723	874	851	935	1,107
VCSH	1,782	1,922	2,171	2,442	2,795
Vốn điều lệ	1,248	1,248	1,248	1,248	1,248
Thặng dư	594	594	594	594	594
Quý khác	0	0	0	0	1
LN giữ lại	534	675	924	1,194	1,547
Lợi ích cổ đông thiểu số	195	192	179	165	149
Tổng VCSH	1,977	2,115	2,351	2,607	2,943

Bảng lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
Dòng tiền hoạt động	178	352	366	352	481
LN ròng	304	326	379	430	513
Khấu hao và khấu trừ	90	90	52	74	85
Tăng vốn lưu động ròng	(215)	(64)	(66)	(151)	(117)
Dòng tiền đầu tư	(233)	(483)	(266)	(300)	(156)
Tài sản cố định	(277)	(515)	(266)	(300)	(156)
Tăng đầu tư tài chính	45	32	0	0	0
Dòng tiền tài chính	555	(37)	(165)	(79)	(59)
Tăng vốn chủ	682	(0)	0	0	0
Tăng nợ	(29)	61	(34)	52	72
Chi trả cổ tức	(98)	(97)	(131)	(131)	(131)
Dòng tiền khác	0	0	0	0	0
Tăng tiền mặt	501	(167)	(65)	(27)	266

Kết quả kinh doanh

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	5,199	5,702	6,028	6,791	7,727
Giá vốn hàng bán	(4,670)	(5,074)	(5,350)	(6,021)	(6,827)
Lợi nhuận gộp	529	628	678	769	901
Chi phí bán hàng & QLDN	(264)	(321)	(323)	(364)	(414)
LN hoạt động	265	307	355	406	487
LN hoạt động (điều chỉnh)	265	307	355	406	487
Doanh thu tài chính	54	91	80	90	102
Thu nhập lãi	18	20	23	27	0
Chi phí tài chính	(33)	(74)	(41)	(46)	(53)
Chi phí lãi vay	(14)	(17)	(16)	(18)	(20)
LN khác	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Lãi (lỗ) từ LD&LK	0	0	0	0	0
LN trước thuế	286	323	377	431	515
Thuế TNDN	(2)	(9)	(10)	(15)	(18)
LN sau thuế	324	338	392	444	530
LN sau thuế (điều chỉnh)	324	338	392	444	530
LN ròng cho công ty mẹ	304	326	379	430	513
Khoản mục đặc biệt	0	0	0	0	0
EBITDA	355	397	407	479	571

Chỉ số tài chính

Cuối T12 năm tài chính	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
Dữ liệu trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)					
EPS	4,688	4,992	5,420	6,193	7,470
BPS	19,079	19,079	19,079	19,079	19,079
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Tăng trưởng (%)					
Doanh thu	17.8	9.7	5.7	12.7	13.8
LN hoạt động	17.5	15.8	15.6	14.4	19.9
LN ròng	43.9	4.4	15.9	13.3	19.2
EPS	17.5	6.5	8.6	14.3	20.6
EBITDA	15.7	11.8	2.6	17.8	19.2
Khả năng sinh lợi (%)					
Biên LN hoạt động	5.1	5.4	5.9	6.0	6.3
Biên LN ròng	6.2	5.9	6.5	6.5	6.9
Biên EBITDA	6.8	7.0	6.7	7.1	7.4
ROA	11.3	10.9	11.9	12.1	12.7
ROE	20.8	17.1	17.0	17.5	17.6
Suất sinh lợi cổ tức	5.2	6.2	5.7	5.0	4.2
Tỷ lệ chi trả cổ tức	31.9	29.7	34.5	30.4	25.5
Đòn bẩy					
Nợ ròng (Tỷ đồng)	(184.8)	111.2	129.3	207.5	13.3
Nợ ròng/VCSH (%)	15.2	(10.4)	5.8	6.0	8.5
Định giá (x)					
PE	8.2	7.7	8.0	8.5	9.5
PB	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
EV/EBITDA	5.0	4.4	4.3	3.7	3.1

■ **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam với ngành trong 12 tháng tới**

- Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

■ **Thông tin công khai quan trọng**

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chúng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không kỳ vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 17/04/2023.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.

Cả chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 17/04/2023.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam đã phát hành chứng quyền có đảm bảo với cổ phiếu Thực phẩm Sao Ta (FMC) và hiện là công ty tạo lập thị trường.

Người thực hiện: Phòng phân tích

Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 2023 của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.

Trụ sở chính

Tầng 3, Tòa nhà TNR,
180-192 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, TP.HCM.
ĐT: (+84 28) 3914 8585
Fax: (+84 28) 3821 6899

PGD Phạm Ngọc Thạch

Lầu 03, 62A Phạm Ngọc Thạch,
Quận 3, Tp. Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84 28) 7108 1188
Fax: (+84 28) 3820 9229

Chi nhánh Hà Nội

Lầu 06, Tòa nhà CTM,
299 Cầu Giấy, Quận Cầu Giấy, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 3974 4448
Fax : (+84 24) 3974 4501

PGD Bà Triệu

Lầu 06, 74 Bà Triệu, P. Hàng Bài,
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 7106 3555
Fax: (+84 24) 3632 0809

PGD Láng Hạ

P.504A, Lầu 05, Tòa nhà TĐL,
22 Láng Hạ, Quận Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 7108 1188
Fax : (+84 24) 3244 4150

Báo cáo này được thực hiện bởi CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam và chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không đưa ra - một cách ẩn ý hay rõ ràng - bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Báo cáo này chỉ nhằm cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư chuyên nghiệp, những người sẽ tự đưa ra quyết định đầu tư mà không phụ thuộc quá mức vào báo cáo này và công ty không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất trực tiếp hoặc hậu quả nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hoặc nội dung của báo cáo.

Bản quyền © 2020 của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Báo cáo này không được sao chép, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.