

**CÔNG TY THỰC PHẨM SAO TA (FMC)**

<b>Phan Nguyễn Trung Hưng</b> Chuyên viên phân tích Email: hungpnt@fpts.com.vn Điện thoại: (84)8 6290 8686 Ext : 7590	Giá hiện tại	16.400	<table border="1"> <tr> <td>-18%</td> <td>-7%</td> <td>0%</td> <td>7%</td> <td>18%</td> </tr> <tr> <td>Bán</td> <td>Giảm</td> <td>Theo dõi</td> <td>Thêm</td> <td>Mua</td> </tr> <tr> <td colspan="5" style="text-align: center;"><b>MUA</b></td> </tr> </table>	-18%	-7%	0%	7%	18%	Bán	Giảm	Theo dõi	Thêm	Mua	<b>MUA</b>				
	-18%	-7%		0%	7%	18%												
	Bán	Giảm		Theo dõi	Thêm	Mua												
	<b>MUA</b>																	
	Giá mục tiêu	19.400																
Tăng/giảm	18,55%																	
Tỷ suất cổ tức	8,35%																	

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

**Thông tin giao dịch**

Giá cao nhất 52 tuần (đ/cp)	19.800
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/cp)	10.600
Số lượng CP niêm yết (cp)	13.000.000
Số lượng CP lưu hành (cp)	13.000.000
KLGD bình quân 30 phiên(cp/phiên)	20.800
% sở hữu nước ngoài hiện tại	3,35%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	130,00
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	214,50

Định giá	2011	2012	2013
EPS	3.930	844	2.948
BV (đ/cp)	23.780	21.663	19.267
P/E	4,27	19,91	5,27
P/B	0,71	0,78	0,87
ROE	16,80%	3,71%	16,70%
ROA	4,43%	0,99%	5,45%

**Danh sách cổ đông**

(chốt đến 06/01/2014)	Tỷ lệ %
CTCP Hùng Vương	41,00%
Tỉnh ủy Sóc Trăng	10,62%
Văn Anh Kiệt	10,60%
Cty TNHH MTV Tư vấn	5,47%
Đầu tư An Khánh	5,47%
Hồ Quốc Lực	0,85%
Khác	31,47%

**Tóm tắt nội dung**

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu FMC. Xét trong dài hạn, FMC vẫn có nhiều cơ hội để cải thiện doanh thu và lợi nhuận do công ty là một trong những doanh nghiệp lớn nhất ngành tôm có hoạt động kinh doanh bài bản và đang dần chiếm thị phần của các doanh nghiệp nhỏ gặp khó khăn. Với dự phóng FCFF, giá mục tiêu của cổ phiếu FMC cho 12 tháng tới là **19.400** đồng, cao hơn giá hiện tại là 18,55%. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** để đầu tư dài hạn đối với cổ phiếu này.

Rủi ro chính khi đầu tư FMC đó là nguy cơ bị Nhật áp đặt các "hàng rào kỹ thuật", khiến công ty gặp khó khăn khi xuất khẩu vào thị trường này. Bên cạnh đó, một số dịch bệnh trên tôm và sự biến động liên tục của giá tôm cũng sẽ làm ảnh hưởng đến lợi nhuận công ty. Ngoài ra, thanh khoản cổ phiếu thấp khiến hoạt động mua bán của nhà đầu tư khó khăn hơn.

- CTCP Thực phẩm Sao Ta hiện là doanh nghiệp xuất khẩu tôm lớn thứ 6 cả nước với **kim ngạch xuất khẩu đạt 99 triệu USD năm 2013 và 59 triệu USD trong 6T/2014**. Thị trường chính của công ty là Mỹ, Nhật, Hàn Quốc, EU.
- Hoạt động kinh doanh năm 2013 của công ty đã cải thiện mạnh sau năm 2012 nhiều khó khăn, với **doanh thu đạt 2.184 tỷ đồng, tăng 42,2% và lợi nhuận sau thuế đạt 32,7 tỷ đồng, tăng tới 437% so với năm 2012**. Kết quả kinh doanh Q1/2014 khá khả quan với doanh thu đạt **554,9 tỷ đồng, tăng 87,1% và lợi nhuận sau thuế đạt 4,3 tỷ đồng, tăng 332,5% so với cùng kỳ**.
- Fimex đã đầu tư vùng nuôi 160 ha trong năm 2012 - 2013. Tuy nhiên, năm 2013 công ty chỉ thả nuôi khoảng 100 ha, thu được 565 tấn nguyên liệu, đáp ứng khoảng 5,5% nhu cầu nguyên liệu của công ty.
- Do đặc trưng là chế biến thủy sản, nên **tài sản ngắn hạn của công ty chiếm khá lớn (bình quân hơn 80%)**, trong đó phần lớn là hàng tồn kho và các khoản phải thu khách hàng. Với vốn tự có thấp, công ty phải sử dụng **đư nợ vay khá lớn (đư nợ vay ngắn hạn thường chiếm trên 55% tổng tài sản)** để bổ sung vốn lưu động.

Bảng KQKD	2011	2012	2013
DT thuần	1.899.176	1.536.074	2.184.394
Lợi nhuận gộp	116.781	100.969	133.604
LNTT	28.562	6.726	35.585
LNST	28.383	6.097	32.738

Bảng CĐKT	2011	2012	2013
<b>Tổng tài sản</b>	778.049	458.811	741.770
Tài sản ngắn	651.542	329.504	605.705
Tài sản dài hạn	126.507	129.307	136.065
<b>Tổng NVốn</b>	778.049	458.811	741.770
Nợ ngắn hạn	605.758	301.818	505.746
Nợ dài hạn	540	530	530
Vốn chủ sở	171.751	156.463	235.493

- **Dự báo tăng trưởng:** Từ năm 2014 - 2020, sản lượng xuất khẩu tăng trưởng bình quân 7,65%/năm. Doanh thu tăng trưởng bình quân 6,7%/năm. Sản lượng tăng trưởng bền vững là 1,42% và tăng trưởng dòng tiền bền vững là 3,91%.
- Theo nghị quyết ĐHCĐ đã được thông qua ngày 11/04/2014, công ty sẽ **phát hành 6,5 triệu cổ phiếu giá không thấp hơn 15.000 đồng cho cổ đông hiện hữu (tỷ lệ 2:1) và 500.000 cổ phiếu ESOP giá 10.000 đồng cho người lao động.** Đến hiện tại ngày 18/07/2014, công ty vẫn chưa thực hiện đợt phát hành này.

### Các chỉ tiêu tài chính dự báo

Chỉ tiêu	Đvt	2013	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
<b>Doanh thu thuần</b>	Triệu đồng	2.184.394	2.631.964	2.592.622	2.754.869	2.924.961	3.090.070	3.264.363
<b>Lợi nhuận gộp</b>	Triệu đồng	133.604	193.054	182.977	199.590	215.602	215.386	211.971
<b>LNTT</b>	Triệu đồng	35.585	51.940	38.242	48.411	57.682	51.283	44.161
<b>LNST</b>	Triệu đồng	32.738	40.513	29.829	38.729	46.146	41.027	35.329
<b>EPS</b>	Đồng/cp	2.948	2.821	1.491	1.936	2.307	2.051	1.766
<b>DPS</b>	Đồng/cp	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500
<b>Tăng trưởng DT thuần</b>	%yoy	42,2%	20,5%	-1,5%	6,3%	6,2%	5,6%	5,6%
<b>Tăng trưởng LN gộp</b>	%yoy	32,3%	44,5%	-5,2%	9,1%	8,0%	-0,1%	-1,6%
<b>Tăng trưởng LNST</b>	%yoy	437,0%	23,7%	-26,4%	29,8%	19,2%	-11,1%	-13,9%
<b>Tăng trưởng EPS</b>	%yoy	249,3%	-4,3%	-47,1%	29,8%	19,2%	-11,1%	-13,9%
<b>ROE</b>	%	16,7%	13,6%	8,3%	10,7%	12,5%	10,7%	9,1%
<b>ROA</b>	%	5,5%	5,1%	3,6%	4,9%	5,8%	5,2%	4,5%

### Định giá theo phương pháp FCFE

Giả định DCF	Giá trị	Kết quả định giá DCF	Tỷ đồng
WACC (2014)	9,43%	Thời gian dự phóng	7 năm
Thuế suất	22,00%	Tổng hiện giá dòng tiền	499
Chi phí vốn CSH	17,43%	(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn	139
Lãi suất phi rủi ro	8,65%	(-) Nợ ngắn và dài hạn	404
Phần bù rủi ro	8,78%	Giá trị vốn cổ phần	234
Hệ số beta (2014)	0,89	Lợi ích cổ đông thiểu số	0
Chi phí nợ	3,00% (*)	Giá trị vốn CSH công ty mẹ	234
Tăng trưởng bình quân (2014 – 2020)	7,65%	Số lượng cổ phiếu	13.000.000
Tăng trưởng dòng tiền bền vững	3,91%	<b>Giá trị chiết khấu về cuối 2014</b>	<b>17.965</b>
		<b>Kỳ vọng đầu tư vốn cổ phần</b>	<b>17,11%</b>
		<b>Suất cổ tức ước tính</b>	<b>8,35%</b>
		<b>Giá kỳ vọng 12 tháng tới</b>	<b>19.442</b>

(\*) Chi phí nợ thấp do năm 2014 vay ngắn hạn toàn bộ bằng USD với lãi suất chỉ 3%

**Định giá theo phương pháp P/E**

Tên doanh nghiệp	Quốc gia	Doanh thu thuần (nghìn VND)	ROE	P/E	Tỷ lệ chiết khấu	P/E điều chỉnh
MINH PHU SEAFOOD CORP	Việt Nam	11.195.095.010	27,18%	6,60	0,00%	6,60
CENTRAL PROTEINAPRIMA TBK PT	Indonesia	15.569.197.800	171,38%	1,60	-15,84%	1,85
AVANTI FEEDS LTD	Thái Lan	2.483.915.300	47,33%	9,94	33,39%	6,62
SEKAR BUMI TBK PT	Indonesia	2.629.300.800	45,38%	12,94	-15,84%	14,99
ASIAN SEAFOOD COLDSTORAGE PCL	Thái Lan	6.378.701.300	27,18%	13,20	33,39%	8,79
<b>Bình quân theo doanh thu thuần</b>						<b>6,33</b>
<b>CTCP Thực phẩm Sao Ta</b>		<b>Việt Nam</b>				

(\*) Tỷ lệ chiết khấu âm là do Indonesia có risk-free rate là 6,94%, cao hơn của Việt Nam là 4,51%.

Nguồn: Bloomberg và FPTTS tính toán

**Định giá FMC theo phương pháp so sánh P/E**

Phương pháp	EPS 2014	Hệ số định giá	Giá so sánh tương đối
P/E	2.821	6,33	17.851

Theo đó, mức giá mục tiêu của FMC theo phương pháp so sánh P/E vào khoảng **17.851 đồng/cp**.

# PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

## Một số sản phẩm của Fimex



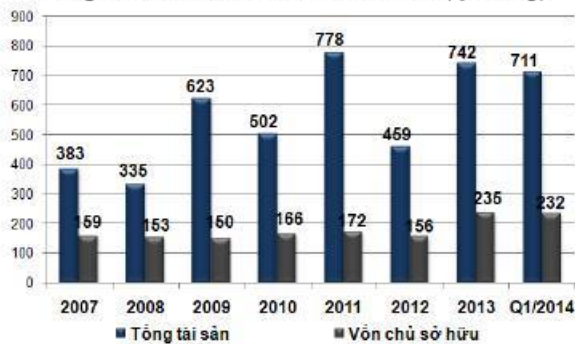
## Hoạt động kinh doanh chính

Ngày 01/01/2003, CTCP Thực phẩm Sao Ta (tên thương mại là FIMEX VN) được cổ phần hóa với vốn điều lệ ban đầu 104 tỷ đồng, tiền thân là doanh nghiệp 100% vốn của Ban TCQT Tỉnh ủy Sóc Trăng. Tháng 11/2003, vốn điều lệ được rút xuống 60 tỷ đồng. Đến cuối Q1/2014, vốn điều lệ đã đạt 130 tỷ đồng, vốn chủ sở hữu đạt 232 tỷ đồng; tổng tài sản đạt 711,4 tỷ đồng.

Fimex hiện là nhà chế biến tôm xuất khẩu lớn thứ 6 cả nước với giá trị xuất khẩu đạt 99 triệu USD năm 2013 và 59 triệu USD trong 6T/2014.

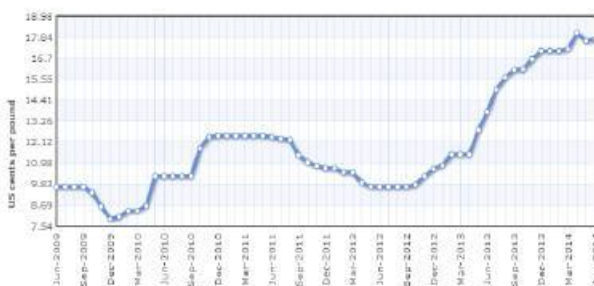
Ngoài ra, Fimex còn kinh doanh chế biến rau quả xuất khẩu để hỗ trợ đầu ra cho bà con nông dân với giá trị xuất khẩu năm 2013 đạt 2 triệu USD.

## Tổng tài sản và vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)



Nguồn: BCTC FMC

## Biến động giá tôm các năm qua



Nguồn: Indexmundi

## Nguồn nguyên liệu

Nguồn nguyên liệu chính của công ty là tôm sú và tôm thẻ chân trắng, được nuôi trồng rộng rãi ở các vùng nước lợ ven biển thuộc các tỉnh như Bến Tre, Trà Vinh, Sóc Trăng, Bạc Liêu, Cà Mau, Kiên Giang. Chi phí tôm nguyên liệu thường chiếm khoảng 80-85% giá thành tôm chế biến.

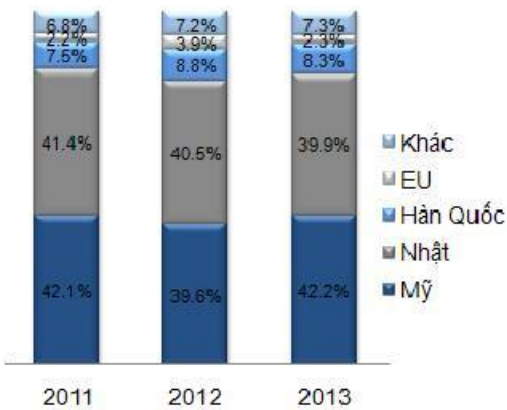
Từ năm 2012 trở về trước, công ty thu mua 100% tôm nguyên liệu từ các hộ nuôi, các đại lý để phục vụ chế biến xuất khẩu. Từ giữa năm 2012, Fimex đã đầu tư vùng nuôi tôm với tổng diện tích 160 ha và trong năm 2013, công ty đã sử dụng 100 ha để chính thức thả nuôi lúa tôm đầu tiên trên diện tích mặt nước thả nuôi 50 ha, thu được 565 tấn tôm thẻ chân trắng. Dù vậy, tỷ lệ tự chủ nguyên liệu của công ty trong năm 2013 cũng chỉ khoảng 5,5%. Do rủi ro hoạt động nuôi tôm cao nên công ty hiện vẫn chưa có chủ trương mở rộng diện tích vùng nuôi, dự tính sẽ vẫn sử dụng diện tích hiện tại cho nuôi tôm trong các năm tới.

Mảng chế biến rau quả, nguyên liệu chính là các loại nông sản như khoai tây, cà tím, đậu bắp, cà rốt... được thu mua từ các hộ trồng ở trong tỉnh, mục đích chính là để hỗ trợ đầu ra cho các hộ nông dân.

## Năng lực chế biến

Fimex hiện là doanh nghiệp có năng lực chế biến tôm lớn thứ tư cả nước với tổng công suất thiết kế đến hiện tại 18.000 tấn nguyên liệu/năm, tương đương 12.000 tấn tôm thành phẩm/năm. Dự kiến tháng 11/2014, xưởng chế biến hàng cao cấp sẽ đi vào hoạt động, nâng năng lực sản xuất lên tối đa 21.500 tấn nguyên liệu/năm, tương đương khoảng 14.333 tấn thành phẩm/năm. Năm 2013, nhà máy tôm vận hành bình quân khoảng 73% công suất.

Nhà máy rau quả hiện có công suất thiết kế là 3.600 tấn nguyên liệu/năm, tương đương khoảng 1.800 tấn thành phẩm/năm.

**Cơ cấu thị trường xuất khẩu của Fimex**


Nguồn: FMC

**Thị trường xuất khẩu**

Phần lớn sản phẩm tôm chế biến của công ty được xuất khẩu sang nhiều nước trên thế giới. Trong đó, giá trị xuất khẩu cao nhất là những thị trường Mỹ, Nhật, Hàn Quốc, EU...

- **Mỹ** là thị trường có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất của Fimex với sản lượng xuất khẩu bình quân giai đoạn 2007 - 2013 tăng 13,1%/năm, giúp Mỹ vượt Nhật trở thành thị trường xuất khẩu lớn nhất của công ty (chiếm 42,2% sản lượng xuất khẩu năm 2013). Do đòi hỏi chất lượng sản phẩm khá cao nên giá xuất khẩu bình quân sang Mỹ cũng cao nhất, bình quân là 13-14 USD/kg.

- **Nhật** là thị trường lớn thứ hai của công ty, chiếm 39,9% sản lượng xuất khẩu năm 2013. Do thường xuyên phải đối mặt với các "hàng rào kỹ thuật", nên tăng trưởng xuất khẩu của công ty sang Nhật không ổn định trong giai đoạn 2007 - 2013, tăng trưởng sản lượng xuất khẩu bình quân chỉ đạt 3,2%/năm. Do yêu cầu đòi hỏi chất lượng khá nghiêm ngặt nên giá xuất khẩu bình quân sang Nhật cũng khá cao, bình quân khoảng 12-13 USD/kg.

- **Hàn Quốc** là thị trường xuất khẩu lớn thứ 3 của Fimex, nhưng chỉ chiếm 8,3% sản lượng xuất khẩu năm 2013, cách biệt khá xa so với hai thị trường dẫn đầu là Mỹ, Nhật. Do không chú trọng phát triển nên xuất khẩu tôm của công ty sang Hàn Quốc giai đoạn 2007 - 2013 giảm bình quân 3,5%/năm. Giá xuất khẩu bình quân của công ty sang Hàn Quốc cũng khá thấp, chỉ 8,5-10,5 USD/kg.

- **EU** chiếm tỷ trọng rất thấp, chỉ 2,3% sản lượng xuất khẩu của công ty trong năm 2013. Xuất khẩu của công ty sang EU có xu hướng giảm khá mạnh giai đoạn 2007 - 2013, bình quân giảm 10%/năm. Giá xuất khẩu bình quân sang EU khá thấp, chỉ khoảng 10-11 USD/kg.

**Kế hoạch đầu tư phát triển**

Với xưởng chế biến tôm cao cấp đang được xây dựng (dự kiến hoàn thành và đưa vào hoạt động tháng 11/2014), năng lực chế biến tôm của công ty sẽ được nâng lên khoảng 21.500 tấn nguyên liệu/năm, tương đương khoảng 14.333 tấn thành phẩm/năm, ứng với công suất năm 2014 khoảng 66,1%. Tương tự, nhà máy chế biến rau quả có năng lực chế biến khoảng 3.600 tấn nguyên liệu/năm, tương đương 1.800 tấn thành phẩm/năm, ứng với công suất năm 2014 khoảng 44,4%. Vì vậy, trong 7 năm tới, Fimex gần như không có kế hoạch đầu tư xây dựng thêm nhà xưởng mới.

Vùng nuôi hiện tại khoảng 160 ha chỉ đáp ứng được khoảng 5,5% nhu cầu nguyên liệu của công ty, nhưng do đặc tính rủi ro của hoạt động nuôi tôm cao, nên công ty cũng không có kế hoạch đầu tư mở rộng vùng nuôi tôm nguyên liệu trong tương lai.

**Một số rủi ro ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh**

**Rủi ro từ các rào cản thương mại:** Các nước nhập khẩu tôm của Fimex thường xuyên áp đặt các "rào cản thương mại" để bảo

hộ sản xuất trong nước. Điển hình là Mỹ, với vụ kiện “Chống bán phá giá - CBPG” diễn ra 8 năm nay. Trong đợt xem xét hành chính lần thứ 8 (POR 8) đầu năm 2014, Fimex đã bị DOC áp thuế CBPG sơ bộ là 6%, Điều này có thể dẫn tới khả năng các nhà nhập khẩu Mỹ sẽ ưu tiên mua tôm của các nước có thuế CBPG sơ bộ thấp trước (như Thái Lan, Indonesia, Ấn Độ), sau đó mới tới tôm của các doanh nghiệp Việt Nam. Ngoài ra, dù mới chỉ là thuế sơ bộ nhưng là cơ sở để các nhà nhập khẩu ép giá doanh nghiệp tôm Việt Nam.

**Rủi ro từ các hàng rào kỹ thuật:** Tôm là một nguồn thực phẩm cao cấp được xuất khẩu đi tiêu thụ chủ yếu ở các nước phát triển (Nhật, Mỹ, EU, Canada, Hàn Quốc...) nên vấn đề chất lượng, vệ sinh an toàn thực phẩm luôn được các nước quản lý gắt gao nhằm bảo vệ sức khỏe người tiêu dùng và nhằm tạo ra các “hàng rào kỹ thuật” để hạn chế sản lượng tôm nhập khẩu vào nước họ. Nổi bật nhất trong vấn đề này là các rào cản, qui định về các chất kháng sinh đối với sản phẩm tôm khi xuất khẩu vào Nhật. Với đặc tính nuôi trồng ở Việt Nam, tôm thành phẩm thường dễ vi phạm các qui định về giới hạn chất kháng sinh cấm theo qui định của Nhật Bản. Sau Trifluralin năm 2010, Enrofloxacin năm 2011, rồi đến Ethoxyquin năm 2012, và gần đây nhất là Oxytetracycline, luôn gây “đau đầu” cho doanh nghiệp tôm và các cơ quan chức năng của ngành, khiến xuất khẩu tôm của Việt Nam sang Nhật bị ảnh hưởng nghiêm trọng. Tuy nhiên, với sự nỗ lực trong sự kiểm soát chất lượng sản phẩm, Fimex đã lần lượt khắc phục được các chất kháng sinh cấm theo quy định của Nhật để có thể tiếp tục là một trong những doanh nghiệp Việt Nam xuất khẩu vào Nhật lớn nhất.

**Rủi ro về lãi suất:** Hiện dư nợ vay ngân hàng của công ty là 412,8 tỷ đồng (tính đến cuối Q1/2014), chiếm khoảng 58% tổng tài sản. Do đó, biến động của lãi suất sẽ tác động mạnh đến chi phí lãi vay của công ty, làm thay đổi lớn kết quả lợi nhuận. Trong năm 2014, gần như 100% dư nợ vay của công ty bằng USD với lãi suất rất thấp khoảng 3%, nhưng nếu lãi suất vay USD trong các năm sau tăng lên hoặc công ty phải vay VND với lãi suất cao hơn thì chi phí lãi vay sẽ tăng mạnh.

**Rủi ro nguồn nguyên liệu:** giá tôm nguyên liệu và giá tôm xuất khẩu thường biến động mạnh, cùng với đó, biên lợi nhuận gộp thấp (bình quân chỉ khoảng 4%-7% các năm qua), nên việc chốt giá xuất khẩu và chốt giá thu mua nguyên liệu nếu không tính toán kỹ có thể làm giảm mạnh lợi nhuận của công ty, thậm chí thua lỗ.

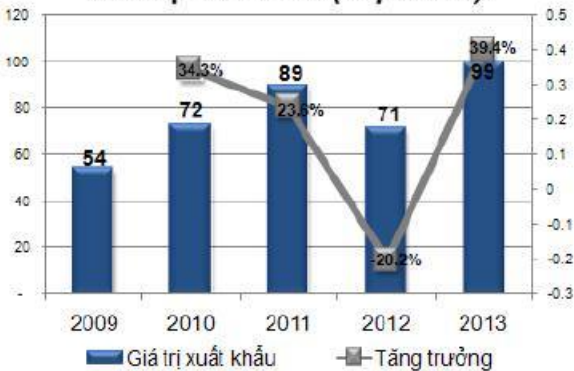
Ngoài ra, đặc tính nuôi tôm chịu rủi ro cao nên dịch bệnh trên tôm hay xuất hiện, dẫn tới thiếu hụt nguyên liệu cho toàn ngành thường xuyên diễn ra trong các năm qua, gây khó khăn lớn đến hoạt động sản xuất của các doanh nghiệp, thậm chí dẫn đến đóng cửa doanh nghiệp, nhất là các doanh nghiệp vừa và nhỏ không có uy tín. Tuy nhiên, với vùng nuôi hiện có 160 ha và uy tín thu mua nguyên liệu tốt, nên rủi ro thiếu hụt tôm nguyên liệu cho Fimex thấp hơn so với nhiều doanh nghiệp khác cùng ngành.

# PHÂN TÍCH VÀ DỰ BÁO TÀI CHÍNH

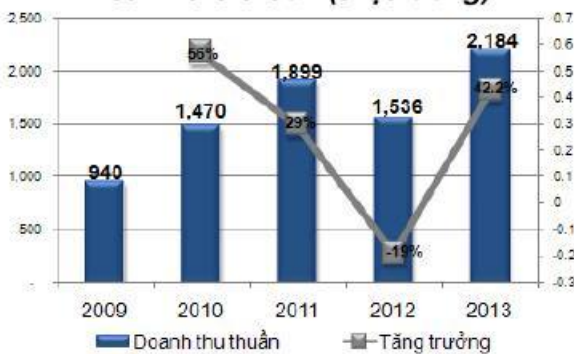
## Sản lượng xuất khẩu (tấn)



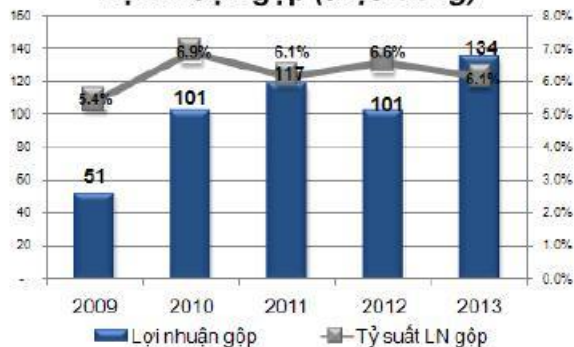
## Giá trị xuất khẩu (triệu USD)



## Doanh thu thuần (triệu đồng)



## Lợi nhuận gộp (triệu đồng)



Nguồn: FMC, FPTS tính toán

## Kết quả kinh doanh

### Doanh thu và lợi nhuận gộp

#### Giai đoạn 2009 – 2013

Giai đoạn 2009 - 2013 sản lượng xuất khẩu của công ty tăng trưởng bình quân 9,7%/năm. Riêng năm 2012 sản lượng xuất khẩu giảm 10,5% là do tình hình ngành tôm cực kỳ khó khăn khi nguồn cung tôm toàn cầu tăng cao vượt xa nhu cầu. Đến năm 2013, tình hình lại xoay chuyển ngược lại hoàn toàn khi dịch bệnh EMS hoành hành làm giảm mạnh sản lượng tôm toàn cầu trong khi Việt Nam may mắn kiểm soát phần nào dịch bệnh từ tháng 05/2013, cùng với đó, công ty thành công trong năm nuôi trồng đầu tiên, nên giúp đảm bảo nguồn tôm nguyên liệu, khóa lấp cho sự thiếu hụt từ các nước khác, điều này đã giúp Fimex đạt mức tăng trưởng sản lượng xuất khẩu cao 21,7% trong năm 2013.

Diễn biến giá trị xuất khẩu giai đoạn này cũng gần tương tự sản lượng xuất khẩu, nhưng tăng trưởng giá trị xuất khẩu bình quân đạt tới 16,6%/năm, cao hơn sản lượng xuất khẩu. Điều này là do mặt bằng giá xuất khẩu cải thiện dần trong giai đoạn này (từ bình quân 9,87 USD/kg năm 2009 lên 12,57 USD/kg năm 2013) do công ty chuyển dịch dần sang xuất khẩu các sản phẩm có giá trị cao như tôm Nobashi, Tempura... Năm 2012 giá trị xuất khẩu giảm 20%, mạnh hơn sự suy giảm của sản lượng là do giá tôm xuất khẩu bình quân năm này giảm mạnh 10,8% trong bối cảnh thừa cung toàn cầu. Tuy nhiên, ngay sau đó năm 2013, giá tôm xuất khẩu bình quân lại tăng mạnh tới 14,6%, đạt 12,57 USD/kg (mức cao nhất trong quá trình hoạt động của Fimex) khi nguồn cung tôm giảm mạnh do EMS, điều này giúp giá trị xuất khẩu năm 2013 tăng tới 39,4%.

Mảng xuất khẩu rau quả gần như không có tiến triển gì trong giai đoạn 2009 - 2013 với sản lượng xuất khẩu bình quân chỉ khoảng 700 tấn thành phẩm/năm, giá trị xuất khẩu bình quân khoảng 2 triệu USD/năm.

Lợi nhuận gộp của Fimex giai đoạn 2009 – 2013 không ổn định và biến động hầu như cùng chiều với doanh thu thuần. Tỷ suất cũng biến động qua từng năm. Dù là một năm khó khăn nhưng năm 2012 tỷ suất lợi nhuận gộp từ xuất khẩu tôm đạt mức cao nhất 11,2% do giá tôm nguyên liệu bình quân thu mua trong nước giảm mạnh mức giảm giá tôm xuất khẩu bình quân (20,8% so với 10,5%) trong tình cảnh thừa cung lớn toàn cầu. Trong khi đó, năm 2013 dù giá tôm xuất khẩu tăng lên mức cao nhất nhưng giá tôm nguyên liệu trong nước còn tăng mạnh hơn (26,33% so với 14,6%) trước tình cảnh thiếu hụt tôm toàn cầu và bị cạnh tranh nguyên liệu từ thương lái Trung Quốc, nên tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2013 giảm so với năm 2012, chỉ đạt 8,8%. Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng rau quả cũng không ổn định các năm qua với năm 2012 đạt mức cao nhất 26,1%, trong khi năm 2011 đạt rất thấp là 9,9%.

### Dự báo sản lượng tôm xuất khẩu



### Dự phóng 2014 - 2020

**Về sản lượng xuất khẩu:** Theo dự báo của Viện Nghiên cứu Quy hoạch Thủy sản, xuất khẩu tôm của Việt Nam đến năm 2020 sẽ đạt 330.000 tấn. Xét trên tổng thể ngành tôm, Fimex cũng là một trong những doanh nghiệp xuất khẩu lớn và đang chiếm dần thị phần của các doanh nghiệp nhỏ và vừa khác trong các năm qua. Thị phần của công ty so với tổng sản lượng xuất khẩu tôm của cả nước tăng nhẹ từ 3,13% năm 2012 lên 3,15% năm 2013. Theo đánh giá, xu hướng đào thải các doanh nghiệp nhỏ, yếu kém trong ngành sẽ tiếp tục diễn ra mạnh trong tương lai và các doanh nghiệp lớn như Fimex sẽ có cơ hội tiếp tục gia tăng thị phần trong dài hạn. Định hướng của công ty, đến năm 2020 sẽ chiếm 4,00% thị phần xuất khẩu tôm cả nước. Theo đó, sản lượng tôm xuất khẩu của Fimex sẽ đạt 13.200 tấn thành phẩm năm 2020, tương ứng tăng trưởng sản lượng xuất khẩu bình quân giai đoạn 2014 – 2020 là 7,65%/năm.

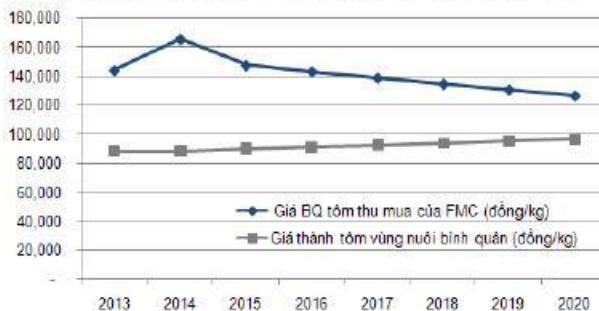
Sản lượng xuất khẩu rau quả của Fimex trong 3 năm qua từ 2011-2013 khoảng từ 640-750 tấn thành phẩm/năm. Đây là mảng hoạt động phụ của công ty với tỷ trọng đóng góp doanh thu thấp, nên công ty không kỳ vọng sẽ cải thiện sản lượng xuất khẩu trong tương lai. Do đó, sản lượng rau quả xuất khẩu từ 2014 - 2020 của công ty chúng tôi dự báo cũng sẽ khoảng 700 tấn thành phẩm/năm.

### Giá xuất khẩu tôm bình quân



**Về giá xuất khẩu:** Theo dự báo của WB, giá tôm thế giới sau khi tăng mạnh 29,7% năm 2013, dự kiến sẽ tiếp tục tăng 18,5% trong năm 2014 khi dịch bệnh EMS vẫn chưa có dấu hiệu kết thúc, nhiều vùng nuôi tôm của Thái Lan, Indonesia, Trung Quốc và cả Ấn Độ tỷ lệ tôm chết vẫn cao, nguồn cung tôm toàn cầu vẫn thiếu hụt lớn. Từ năm 2015, kỳ vọng dịch bệnh EMS sẽ được khắc phục dần, nguồn cung tôm dồi dào hơn, giúp giá tôm thế giới sẽ giảm dần từ 2015 đến 2020. Trong đó, năm 2015 giá tôm bình quân thế giới sẽ giảm 11%, từ 2016 - 2020 sẽ giảm bình quân khoảng 2,8%/năm. Hoạt động xuất khẩu của FMC trải rộng khắp nhiều nước trên thế giới, nên chúng tôi dự báo diễn biến giá tôm xuất khẩu bình quân của FMC cũng bám sát diễn biến giá xuất khẩu tôm toàn cầu với mức tăng 15% năm 2014, giảm 10% năm 2015 và giảm bình quân 2,8%/năm từ 2016 - 2020.

### Giá tôm thu mua và giá thành tôm nuôi



Nguồn: FPTs tính toán và dự báo

### Về lợi nhuận gộp

- Diễn biến giá tôm nguyên liệu thu mua trong nước nhìn chung biến động khá sát với biến động của giá tôm xuất khẩu bình quân trên thế giới. Do đó, chúng tôi dự báo giá tôm nguyên liệu thu mua của Fimex sẽ tăng bình quân khoảng 15% so với 2014, giảm 11% năm 2015, và giảm bình quân 3%/năm từ 2016 - 2020, theo sát dự báo biến động giá tôm của WB.

- Giá thức ăn tôm chân trắng trong vài năm qua dao động quanh mức 30.500 đồng/kg. Do đó, chúng tôi giả định giá thức ăn tôm thẻ chân trắng sẽ tiếp tục bình quân ở mức 30.500 đồng/kg trong suốt giai đoạn dự báo.



- Chi phí thức ăn chiếm khoảng 65-68% giá thành nuôi trồng. Bình quân nuôi 1 kg tôm chân trắng cần 1,3 kg thức ăn. Dù giá thức ăn và con giống dự báo duy trì ổn định, nhưng các chi phí điện nước, nhân công, chi phí vận chuyển dự kiến sẽ tăng bình quân 5%/năm. Do đó, giá thành tôm chân trắng nguyên liệu tự nuôi của công ty dự kiến sẽ tăng dần từ 88.172 đồng/kg năm 2013 lên 96.723 đồng/kg năm 2020, tức tăng bình quân 1,5%/năm giai đoạn 2014 - 2020.

- Giá thành 1 kg tôm thành phẩm bình quân của công ty sẽ bao gồm chi phí tôm nguyên liệu (bình quân định mức chế biến của công ty là 1,5 lần), chi phí nhân công, chi phí điện nước, chi phí khấu hao. Theo tính toán giá thành bình quân 1 kg tôm thành phẩm của công ty sẽ giảm từ 282.867 đồng năm 2014 xuống còn 241.438 đồng năm 2020.

- Giá thành rau quả đơn vị bình quân ước tăng từ 54.900 đồng/kg năm 2013 lên 75.340 đồng/kg năm 2020.

### **Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp**

Chi phí bán hàng của công ty chiếm phần lớn là chi phí thuê tàu, bảo hiểm, thủ tục hải quan, thu nhập nhân viên bán hàng..., trong khi các khoản chi phí này biến động theo giá trị xuất khẩu, doanh thu của công ty. Dựa vào tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu thuần bình quân giai đoạn 2007 – 2013 là 3,2%, chúng tôi giả định các năm tiếp theo 2014 - 2020 tỷ lệ này sẽ giảm dần từ 3,4% năm 2014 xuống 3,0% năm 2020, xoay quanh mức bình quân 3,2% trong quá khứ.

Tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu thuần của tập đoàn trong giai đoạn 2007 - 2013 bình quân khoảng 1,3%. Do đó, các năm tiếp theo 2014 – 2020, chúng tôi dự kiến tỷ lệ này sẽ tiếp tục xoay quanh từ 1,3%.

### **Chi phí lãi vay**

Năm 2014, ngân hàng nhà nước tiếp tục gia hạn vay ngoại tệ ngắn hạn cho các doanh nghiệp thủy sản. Fimex vay gần như 100% nợ ngắn hạn bằng USD với lãi suất bình quân cả năm khoảng 3%. Từ năm 2015, giả định ngân hàng nhà nước sẽ không tiếp tục gia hạn cho vay ngoại tệ đối với các doanh nghiệp thủy sản, công ty sẽ chuyển sang vay ngắn hạn bằng VND với lãi suất bình quân tăng dần từ khoảng 7,5% năm 2015 lên 10,0% năm 2020

### **Lợi nhuận trước thuế**

#### ***Giai đoạn 2009 – 2013***

Lợi nhuận trước thuế có xu hướng tăng dần trong giai đoạn 2009-2013, với mức tăng bình quân 22,7%/năm. Tuy nhiên, năm 2012 lợi nhuận trước thuế bị sụt giảm mạnh 76,5%, chủ yếu do doanh thu giảm 19,1% và chi phí lãi vay tăng cao lên tới 29,19 tỷ đồng khi mặt bằng lãi suất đứng ở mức cao. Năm 2013, lợi nhuận trước

**Lợi nhuận trước thuế (triệu đồng)**


Nguồn: FMC, FPTS tính toán

thuế tăng vọt rất mạnh 429,1% và đạt cao nhất 35,58 tỷ đồng, điều này do doanh thu tăng mạnh 42,2% khi cả sản lượng và giá xuất khẩu bình quân đều cải thiện, trong khi chi phí lãi vay chỉ còn 10,7 tỷ đồng khi mặt bằng lãi suất giảm mạnh.

**Về dài hạn 2014 - 2020**

Theo như tính toán doanh thu và các chi phí ở trên, lợi nhuận trước thuế sẽ biến động không ổn định qua các năm. Năm 2015 lợi nhuận trước thuế dự kiến sẽ giảm mạnh 26,4% khi giá tôm xuất khẩu bình quân giảm mạnh, sau đó tăng dần và đạt đỉnh điểm vào 2017 với 57,7 tỷ đồng, và sau đó giảm dần do giá tôm xuất khẩu bình quân giảm khoảng 2,8%/năm, tới năm 2020 đạt khoảng 31,1 tỷ đồng.

**Tình hình tài chính**
**Cơ cấu tài sản**

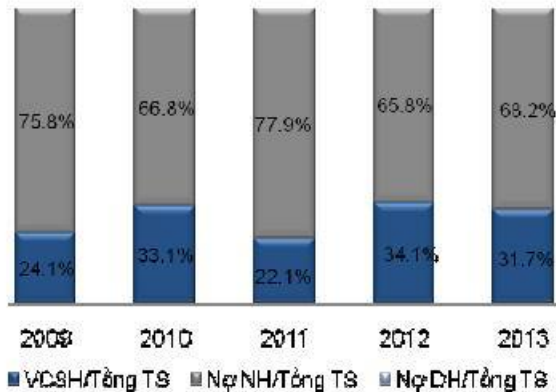
Tài sản ngắn hạn của Fimex đã tăng dần từ 505,69 tỷ đồng cuối 2009 lên 605,7 tỷ đồng cuối 2013. Trong đó, chiếm tỷ trọng lớn nhất là các khoản phải thu ngắn hạn và hàng tồn kho. Tỷ trọng các khoản phải thu ngắn hạn đã tăng mạnh từ 8,1% năm 2009 lên 28,0% năm 2012 và giảm xuống 18,5% năm 2013 khi doanh thu của công ty ngày càng lớn. Tuy nhiên, số ngày thu tiền bình quân của công ty đã giảm dần từ 29,53 ngày năm 2009 xuống còn 21,73 ngày năm 2013. Điều này cho thấy công ty việc quản lý công nợ của công ty đang cải thiện dần. Tỷ trọng hàng tồn kho đã tăng dần từ 25,9% cuối năm 2009 lên 40,5% cuối năm 2013 khi sản lượng sản xuất của công ty ngày càng lớn, đặc biệt cuối năm 2011 giá trị hàng tồn kho của công ty lên tới 387,5 tỷ đồng do giá tôm nguyên liệu tăng cao, gây hậu quả cho năm 2012 gặp nhiều khó khăn khi giá tôm xuất khẩu giảm mạnh. Trong khi đó, tỷ trọng tiền mặt biến động không ổn định, phụ thuộc vào thời điểm thu hồi công nợ và việc tích trữ hàng tồn kho của công ty.

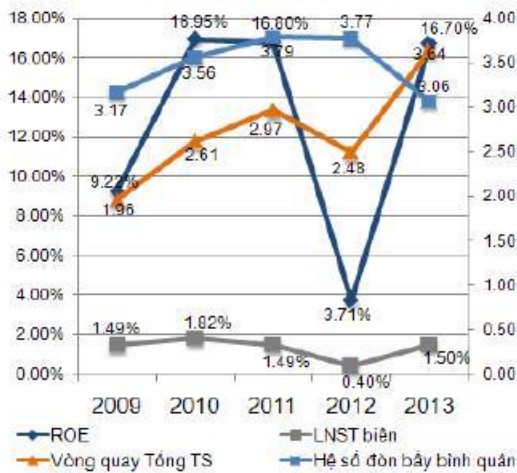
Trong năm 2012 – 2013, Fimex đã đầu tư mạnh vào vùng nuôi tôm khi đã chi hơn 5 tỷ đồng năm 2012 và 3 tỷ đồng năm 2013 để mua 160 ha đất phục vụ nuôi trồng. Ngoài ra, công ty đã chi thêm khoảng 35 tỷ đồng năm 2012 và 22 tỷ đồng năm 2013, chủ yếu là chi phí cải tạo ao hồ, mua sắm thiết bị phục vụ cho vùng nuôi tôm.

**Cơ cấu nguồn vốn**

Do vốn ban đầu và lợi nhuận tích lũy còn thấp, trong khi phải thực hiện những đơn hàng xuất khẩu lớn, nên nhu cầu vay ngắn hạn của công ty khá cao để bổ sung vốn lưu động cho sản xuất, nên tỷ lệ vay nợ ngắn hạn khá cao (luôn trên 54% tổng tài sản). Dù vậy, tỷ lệ này đang giảm dần từ 72,6% cuối năm 2009 xuống 54,7% cuối 2013 khi nguồn vốn tự có của công ty ngày càng lớn.

**Cơ cấu tài sản**

**Cơ cấu nguồn vốn**


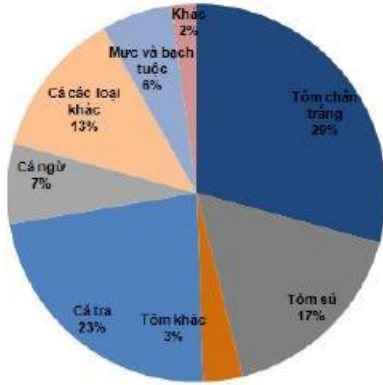
**Phân tích Dupont**

**Phân tích Dupont**

ROE của Fimex hầu như biến động theo tỷ suất lợi nhuận sau thuế. Năm 2013, ROE có sự cải thiện mạnh rất tích cực lên 16,7% (từ 3,71% của 2012) do sự cải thiện của tỷ suất lợi nhuận sau thuế (từ 0,4% năm 2012 lên 1,5% năm 2013) và hiệu quả sử dụng tài sản (tăng mạnh từ 2,48 vòng năm 2012 lên 3,64 vòng năm 2013), bất chấp hệ số đòn bẩy tài chính đã giảm (từ 3,77 lần xuống 3,06 lần). Giai đoạn 2014 – 2020, ROE giảm dần từ 13,6% xuống 6,4% do biên lợi nhuận gộp giảm dần từ 7,3% xuống 5,9%, trong khi vòng quay tổng tài sản dự kiến không thay đổi so với mức của năm 2013.

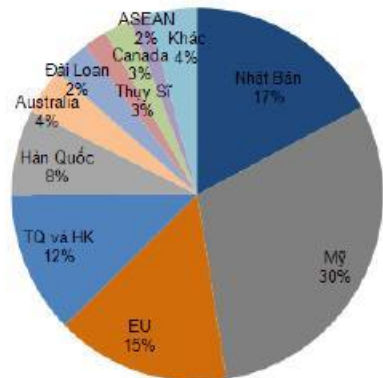
# PHỤ LỤC

## TỔNG QUAN NGÀNH TÔM

**Cơ cấu xuất khẩu tôm so với các loài thủy sản khác trong 5T/2014**



**Cơ cấu giá trị xuất khẩu tôm Việt Nam sang các thị trường trong 5T/2014**



Nguồn: Vasep, FPTS tổng hợp

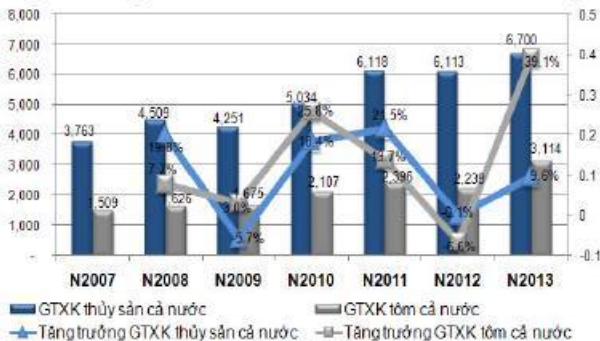
### Tổng quan ngành

Với bờ biển dài, diện tích vùng đất nước lợ ven biển chiếm diện tích khá lớn, rất thuận lợi cho hoạt động nuôi tôm. Nhờ sản lượng nuôi trồng và năng lực sản xuất dồi dào, trong các năm qua, tôm luôn giữ vai trò là sản phẩm thủy sản xuất khẩu chủ lực của Việt Nam với giá trị xuất khẩu qua các năm luôn chiếm trên 30% tổng giá trị xuất khẩu thủy sản của cả nước.

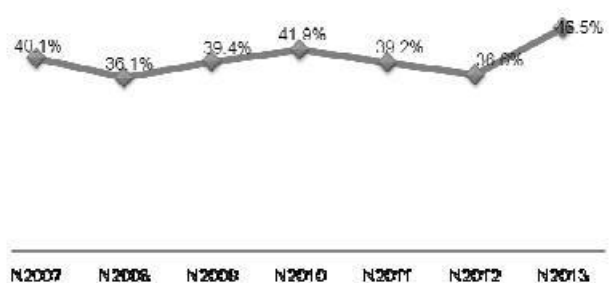
Việt Nam đã trở thành một trong 5 nước xuất khẩu tôm lớn nhất thế giới cùng với Thái Lan, Ecuador, Indonesia, Ấn Độ. Hiện “con tôm” của Việt Nam đã được xuất khẩu đi hơn 100 thị trường với tổng giá trị xuất khẩu năm 2013 đạt hơn 3,1 tỷ USD. Các thị trường nhập khẩu tôm lớn nhất của Việt Nam lần lượt là Mỹ, Nhật EU, Trung Quốc, Hàn Quốc, Úc...

Trong giai đoạn 2009 - 2010, xuất khẩu tôm đạt mức tăng trưởng cao hơn so với mức tăng trưởng thủy sản cả nước khi điều kiện kinh doanh thuận lợi (hoạt động nuôi trồng thuận lợi, nhu cầu nhập khẩu ở các thị trường cao, giúp giá xuất khẩu bình quân cải thiện mạnh...). Tuy nhiên, sang 2011 - 2012, xuất khẩu tôm lại đạt tăng trưởng thấp hơn xuất khẩu cả ngành thủy sản do điều kiện kinh doanh gặp khó khăn hơn (dịch bệnh EMS hoành hành làm sụt giảm mạnh sản lượng, giá xuất khẩu rơi xuống mức thấp khi nhu cầu cung tôm toàn cầu vượt xa sản lượng). Đến năm 2013, xuất khẩu tôm tăng trưởng vượt trội so với ngành thủy sản do dịch EMS ở Việt Nam đã phần nào được giải quyết, trong khi đó nó lại lan sang các nước xuất khẩu tôm lớn như Thái Lan, Indonesia, Trung Quốc, Mexico... gây tình trạng thiếu hụt tôm toàn cầu, tạo điều kiện cho Việt Nam tăng mạnh cả về sản lượng và giá tôm xuất khẩu. Năm 2014, nhiều khả năng xuất khẩu tôm sẽ tiếp tục tăng trưởng vượt trội so với cả ngành thủy sản.

**Tăng trưởng xuất khẩu tôm và xuất khẩu thủy sản**

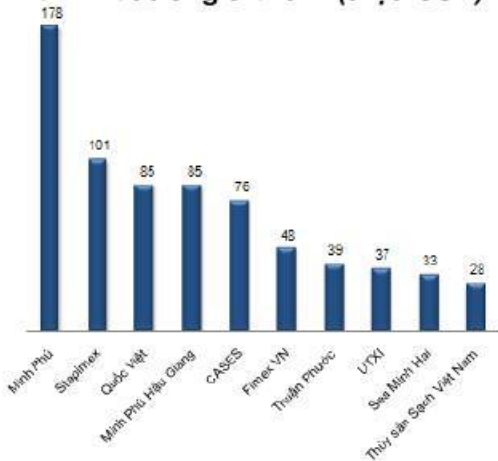
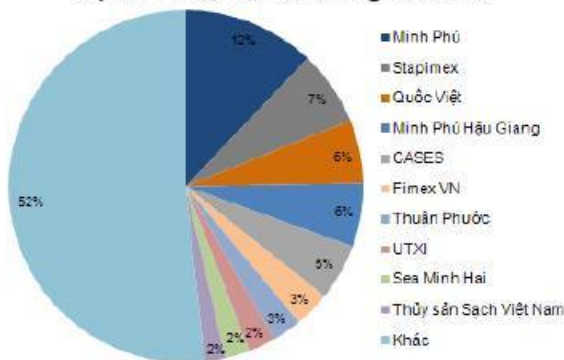


**Đóng góp xuất khẩu tôm vào xuất khẩu thủy sản**



Nguồn: Vasep, FPTS tổng hợp

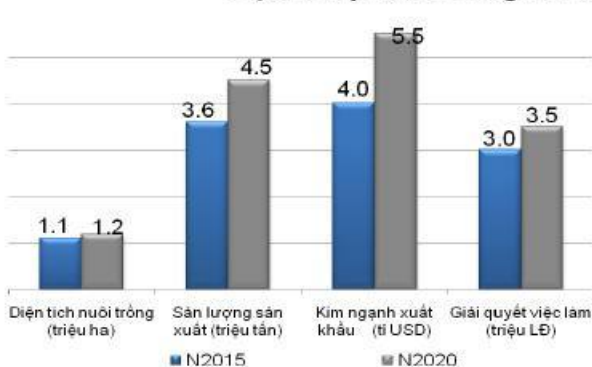
Sau thời gian phát triển ồ ạt, số lượng doanh nghiệp tôm Việt Nam đã giảm đáng kể từ đầu năm 2012 trước tình hình nguồn nguyên liệu không dồi dào. Cơ cấu xuất khẩu của ngành đang ngày càng tập trung hơn vào các doanh nghiệp lớn. Trong 5T/2014, 10 doanh nghiệp xuất khẩu tôm lớn nhất chiếm khoảng 48,3% giá trị xuất khẩu tôm của cả nước. Tập đoàn Minh Phú tiếp tục khẳng định sự

**Giá trị xuất khẩu của 10 doanh nghiệp tôm lớn nhất trong 5T/2014 (triệu USD)**

**Cơ cấu từng doanh nghiệp so với tổng giá trị tôm xuất khẩu trong 5T/2013**


Nguồn: Vasep, FPTS tổng hợp

**Dự báo sản lượng thủy sản (nghìn MT)**


Nguồn: FAO

**Mục tiêu phát triển ngành thủy sản Việt Nam theo Quyết định số 332/QĐ-TTg**


vượt trội trong ngành khi công ty mẹ bỏ xa doanh nghiệp đứng thứ hai Stapimex, trong khi công ty con Minh Phú Hậu Giang đang vươn lên rất mạnh mẽ trong hơn 1 năm qua và hiện đã có giá trị xuất khẩu tương đương doanh nghiệp tôm xuất khẩu đứng thứ 3 Quốc Việt.

**Triển vọng tăng trưởng của ngành tôm trong tương lai**

Nhu cầu tiêu thụ thủy sản toàn cầu được dự báo sẽ tiếp tục tăng cao trong dài hạn. Theo FAO, đến năm 2015, nhu cầu tiêu thụ thủy sản sẽ đạt 160,5 triệu MT<sup>1</sup> (tăng bình quân 3%/năm từ 2011 - 2015), tiêu thụ thủy sản trên đầu người sẽ đạt 14,3 kg (mức hiện tại khoảng 14 kg, tăng khoảng 0,8%/năm). Trong đó, tôm giữ vai trò là một trong những sản phẩm thủy sản chính và có thể tái tạo để thay thế dần cho các loài thủy sản từ khai thác đánh bắt, nên tăng trưởng nhu cầu tôm sẽ cao hơn tăng trưởng chung của cả ngành thủy sản.

Với Quyết định số 332/QĐ-TTg về mục tiêu phát triển dài hạn cho ngành thủy sản, có thể thấy các cấp ban ngành luôn xác định thủy sản là ngành kinh tế chiến lược quan trọng của đất nước. Do đó, các hoạt động hỗ trợ, ưu đãi về tài chính, công nghệ... sẽ luôn được chính phủ ưu tiên thực hiện trong nhiều năm tới nhằm giảm bớt thiệt hại khi khó khăn và nhằm tăng cường khả năng phát triển của ngành để đạt được kế hoạch chiến lược đã đề ra.

Ngành tôm đang trong giai đoạn tái cơ cấu mạnh mẽ, nhưng với nhu cầu khá lớn của thế giới trong tương lai cùng với định hướng, mục tiêu phát triển rõ ràng của chính phủ, Việt Nam có nhiều cơ hội để gia tăng kim ngạch xuất khẩu tôm và trở thành 1 trong những nước xuất khẩu tôm lớn nhất thế giới, cơ hội phát triển trong dài hạn cho các doanh nghiệp chế biến tôm xuất khẩu vẫn rất lớn, đặc biệt là những doanh nghiệp lớn có nền tảng hoạt động tốt và nguồn nguyên liệu ổn định như Fimex.

Loại thủy sản	Sản lượng	Tăng trưởng BQ 2011-2020
Cá tra	1,5-2,0 triệu MT	4,80%
<b>Tôm</b>	<b>700.000 MT</b>	<b>5,76%</b>
Nhuễn thể 2 vỏ	400.000 MT	16,0%
Cá biển	200.000 MT	14,9%
Cá rô phi	150.000 MT	7,9%
Rong tảo	150.000 MT	7,2%
Tôm càng xanh	60.000 MT	11,6%

Nguồn: Theo Quyết định số 332/QĐ-TTg

**Bảng số liệu tài chính**

KOKD (triệu đồng)	2013	2014F	2015F	2016F
Doanh thu thuần	2.184.394	2.631.964	2.592.622	2.754.869
- Giá vốn hàng bán	2.050.790	2.438.910	2.409.645	2.555.280
Lợi nhuận gộp	133.604	193.054	182.977	199.590
- Chi phí bán hàng	61.625	89.487	82.964	88.156
- Chi phí quản lí DN	30.632	39.479	33.704	35.813
Lợi nhuận thuần HBKD	41.347	64.088	66.309	75.621
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	4.412	0	0	0
- Lợi nhuận khác	598	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay	46.357	64.088	66.309	75.621
- Chi phí lãi vay	10.771	12.148	28.067	27.210
Lợi nhuận trước thuế	35.585	51.940	38.242	48.411
- Thuế TNDN	2.847	11.427	8.413	9.682
LNST	32.738	63.366	46.655	58.093
- Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
LNST của cổ đông CT Mệ	32.738	40.513	29.829	38.729
EPS (đ)	2.948	2.821	1.491	1.936
EBITDA	59.852	90.029	95.456	105.161
Khấu hao	13.495	25.941	29.147	29.541
Tăng trưởng doanh thu thuần	42,2%	20,5%	-1,5%	6,3%
Tăng trưởng LNNT	437,0%	93,6%	-26,4%	24,5%
Tăng trưởng EBIT	29,1%	38,2%	3,5%	14,0%
Tăng trưởng EPS	249,3%	-4,3%	-47,1%	29,8%
<b>Khả năng sinh lợi</b>	<b>2013</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>
Tỷ suất lợi nhuận gộp	6,1%	7,3%	7,1%	7,2%
Tỷ suất LNST	1,5%	2,4%	1,8%	2,1%
ROE DuPont	16,7%	13,6%	8,3%	10,7%
ROA DuPont	5,5%	5,1%	3,6%	4,9%
Tỷ suất EBIT	2,1%	2,4%	2,6%	2,7%
LNNT / LNST	92,0%	122,0%	122,0%	120,0%
LNNT / EBIT	76,8%	81,0%	57,7%	64,0%
Vòng quay tổng TS	3,6	3,3	3,2	3,5
Đòn bẩy tài chính	3,1	2,7	2,3	2,2
ROIC	6,2%	9,0%	6,4%	8,3%
<b>Hiệu quả vận hành</b>	<b>2013</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>
Số ngày phải thu	42,8	43,3	42,3	41,5
Số ngày tồn kho	21,7	19,4	20,9	20,4
Số ngày phải trả	13,1	13,9	13,0	12,7
Thời gian luân chuyển tiền	51,5	48,7	50,2	49,2
COGS / Hàng tồn kho	8,5	8,4	8,6	8,8
<b>Thanh khoản/đòn bẩy TC</b>	<b>2013</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>
CS thanh toán hiện hành	1,20	1,17	1,26	1,36
CS thanh toán nhanh	0,60	0,61	0,61	0,66
CS thanh toán tiền mặt	0,30	0,28	0,23	0,26
Nợ / Tài sản	0,55	0,47	0,43	0,42
Nợ / Vốn sử dụng	0,63	0,53	0,49	0,48
Nợ / Vốn CSH	1,72	1,13	0,96	0,92
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,55	0,47	0,43	0,41
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,00	0,00	0,00	0,01
Khả năng TT lãi vay	4,30	5,28	2,36	2,78

CĐKT (triệu đồng)	2013	2014F	2015F	2016F
<b>Tài sản</b>				
+ Tiền và tương đương	151.574	138.674	102.136	110.195
+ Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0	0
+ Các khoản phải thu	131.490	147.823	149.165	158.499
+ Hàng tồn kho	300.126	277.969	280.575	301.033
+ Tài sản ngắn hạn khác	22.515	15.329	15.329	15.329
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>605.705</b>	<b>579.794</b>	<b>547.204</b>	<b>585.056</b>
+ Nguyên giá TSDH	296.453	371.665	387.412	387.412
+ Khấu hao lũy kế	-204.860	-142.024	-170.896	-200.161
+ TSDH ròng	91.594	229.641	216.516	187.251
+ Đầu tư tài chính dài hạn	10.400	10.400	10.400	10.400
+ Tài sản dài hạn khác	7.584	7.584	7.584	7.584
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>136.065</b>	<b>273.625</b>	<b>244.478</b>	<b>214.938</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>741.770</b>	<b>853.420</b>	<b>791.683</b>	<b>799.994</b>
<b>Nợ &amp; Vốn CSH</b>				
+ Phải trả ngắn hạn	99.687	86.076	85.916	91.739
+ Vay và nợ ngắn hạn	405.571	404.265	341.368	326.173
+ Phải trả ngắn hạn khác	488	4.539	7.522	11.395
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>505.746</b>	<b>494.880</b>	<b>434.806</b>	<b>429.307</b>
+ Vay và nợ dài hạn	530	0	0	7.017
+ Phải trả dài hạn	0	0	0	0
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>530</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>7.017</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>506.276</b>	<b>494.880</b>	<b>434.806</b>	<b>436.324</b>
+ Vốn điều lệ	0	0	0	0
+ LN chưa phân phối	36.658	69.158	69.158	69.158
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>130.000</b>	<b>200.000</b>	<b>200.000</b>	<b>200.000</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>35.491</b>	<b>53.503</b>	<b>51.840</b>	<b>58.632</b>

Lưu chuyển tiền tệ (triệu đồng)	2013	2014F	2015F	2016F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>12.738</b>	<b>151.574</b>	<b>117.762</b>	<b>-30.998</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>34.649</b>	<b>40.513</b>	<b>29.829</b>	<b>38.729</b>
+ Khấu hao lũy kế	20.883	25.941	29.147	29.541
+ Điều chỉnh	8.014	0	0	0
+ Thay đổi vốn lưu động	-98.458	-600	-4.108	-23.970
<b>Tiền từ HĐKD</b>	<b>-38.629</b>	<b>83.024</b>	<b>-45.864</b>	<b>-68.450</b>
+ Thanh lý TSCĐ	837	0	0	0
+ Chi mua sắm TSCĐ	-21.740	-75.000	0	0
+ Tăng (giảm) đầu tư	0	0	0	0
+ Các hoạt động đầu tư khác	4.331	0	0	0
<b>Tiền từ HĐĐT</b>	<b>-16.572</b>	<b>-75.000</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
+ Cổ tức đã trả	-5.056	-40.000	-40.000	-40.000
+ Tăng (giảm) vốn	52.385	0	0	0
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	2.229.196	-1.306	-62.897	-15.195
+ Thay đổi nợ dài hạn	-2.082.694	-530	0	7.017
+ Các hoạt động TC khác	0	0	0	0
<b>Tiền từ HĐTC</b>	<b>193.831</b>	<b>-1.836</b>	<b>-62.897</b>	<b>-8.177</b>
Tổng lưu chuyển tiền tệ	138.630	-33.812	-148.761	-116.627
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>151.574</b>	<b>117.762</b>	<b>-30.998</b>	<b>-147.625</b>

## DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ

### Diễn giải về mức khuyến nghị đầu tư

Mức khuyến nghị trên dựa vào việc xác định mức chênh lệch giữa giá trị tiềm năng so với giá trị thị trường hiện tại của mỗi cổ phiếu nhằm cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư có giá trị trong vòng 12 tháng kể từ ngày đưa ra khuyến nghị.

Mức kỳ vọng 18% được xác định dựa trên mức lãi suất trái phiếu Chính phủ 12 tháng cộng với mức phần bù rủi ro thị trường cổ phiếu tại Việt Nam.

Khuyến nghị	Diễn giải
<b>Kỳ vọng 12 tháng</b>	
<b>Mua</b>	Nếu giá mục tiêu <b>cao hơn</b> giá thị trường trên 18%
<b>Thêm</b>	Nếu giá mục tiêu <b>cao hơn</b> giá thị trường trong khoảng 7% đến 18%
<b>Theo dõi</b>	Nếu giá mục tiêu <b>so với</b> giá thị trường từ -7% đến 7%
<b>Giảm</b>	Nếu giá mục tiêu <b>thấp hơn</b> giá thị trường trong khoảng -7% đến -18%
<b>Bán</b>	Nếu giá mục tiêu <b>thấp hơn</b> giá thị trường trên -18%

## Tuyên bố miễn trách nhiệm

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

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

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

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

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

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**  
**Trụ sở chính**  
 Tầng 2 - Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,  
 Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam  
 ĐT: (84.4) 3 773 7070 / 271 7171  
 Fax: (84.4) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**  
**Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh**  
 29-31 Nguyễn Công Trứ, Quận 1,  
 Tp.Hồ Chí Minh, Việt Nam  
 ĐT: (84.8) 6 290 8686  
 Fax: (84.8) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**  
**Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**  
 100 Quang Trung, Quận Hải Châu,  
 Tp.Đà Nẵng, Việt Nam  
 ĐT: (84.511) 3553 666  
 Fax: (84.511) 3553 888

