



## CTCP THỦY SẢN SAO TA (FMC – HSX)

### Lợi thế cạnh tranh từ thị trường xuất khẩu

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY15	Q1-FY15	+/- qoq	Q2-FY14	+/- yoy
Doanh thu thuần	729,9	504,3	45%	689,3	6%
Lợi nhuận sau thuế	15,7	11,8	33%	18,4	-14%
EBIT	25,5	18,3	40%	26,6	-4%
Tỷ suất EBIT	3,5%	3,6%	-13bps	3,9%	-37bps

Nguồn: FMC, RongViet Securities

- Ngành tôm khó bứt phá trong năm 2015 do áp lực cung
- FMC và tính khả thi khi đẩy mạnh sản lượng xuất khẩu đến nhiều thị trường
- Năng lực sản xuất được nâng cao nhờ nhà máy An San đi vào hoạt động
- Dự báo KQKD 2015 tăng trưởng khả quan

### Quan điểm và Định Giá:

Với mặt hàng chủ lực là tôm tinh chế, FMC có lợi thế xuất khẩu vào các thị trường lớn như Nhật Bản, Mỹ, Châu Âu. Thị phần tại các nước này đang có sự dịch chuyển theo hướng linh hoạt hơn để tận dụng cơ hội ngắn hạn từ ưu đãi thuế. Cụ thể, cơ cấu thị trường EU và Nhật Bản đang cho thấy sự gia tăng nhằm bù đắp phần sụt giảm từ thị trường Nhật Bản và Mỹ. Mặt khác, cùng với việc đi vào hoạt động của nhà máy An San B, năng lực sản xuất của FMC sẽ được cải thiện đáng kể, tăng 50%. Nhờ vậy, nút thắt về khả năng cung ứng sản phẩm sẽ được gỡ bỏ. Không những vậy, FMC cũng cho thấy định hướng phát triển theo mô hình khép kín với khả năng tự chủ nguồn nguyên liệu. Hiện nay, vùng nguyên liệu của Công ty có khả năng đáp ứng khoảng 10% nhu cầu nguyên liệu của toàn công ty và dự kiến đến năm 2020, tỷ lệ này sẽ tăng lên 19%.

Ngoài phát triển năng lực sản xuất, cơ cấu sở hữu của FMC cũng đang cho thấy sự dịch chuyển. Hiện nay, tỷ lệ sở hữu của HVG tại Công ty đã tăng từ 39% (2014) lên 53%. Công ty cho biết HVG chưa có nhiều can thiệp sâu vào hoạt động quản lý. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng, với vị thế và tiềm lực tài chính của HVG, kỳ vọng FMC sẽ có nhiều điều kiện hơn trong việc phát triển vùng nuôi và mở rộng thị trường. Do vậy, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TÍCH LŨY** đối với mức giá **27.000 đồng/cp** cho mục tiêu **TRUNG HẠN**.

### Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2013	FY2014	FY2015F	FY2016F
Doanh thu thuần	2.184,4	2.880,8	3.536,3	3.829,3
% tăng trưởng	42,2%	31,9%	22,8%	8,3%
Lợi nhuận sau thuế	32,7	57,3	70,5	73,7
% tăng trưởng	437,0%	74,9%	23,1%	4,6%
Tỷ suất LNST (%)	1,5%	2,0%	2,0%	1,9%
ROA (%)	5,5%	6,0%	6,0%	5,8%
ROE (%)	16,7%	18,5%	18,3%	18,0%
EPS (VND)	2.946	4.379	3.524	3.686
EPS đ/chính (VND)	2.946	4.379	3.524	3.686
Giá trị sổ sách (VND)	18.115	19.145	19.412	21.598
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.500	1.500	1.500	1.500
P/E (x)	4,8	3,2	4,0	3,9
P/BV (x)	0,8	0,7	0,7	0,7

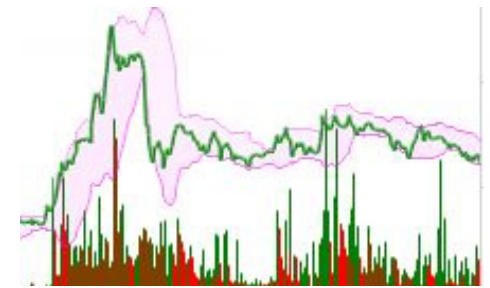
Nguồn: Báo cáo tài chính FMC, Rong Việt tổng hợp và ước tính, \*Tính theo giá cổ phiếu tại ngày 23/7/2015

## TÍCH LŨY

Giá thị trường (VND)	22.200
Giá mục tiêu (VND)	27.000
Thời gian đầu tư	Trung hạn

### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Thủy sản
Vốn hóa ( tỷ đồng)	456
SLCPDLH	20.000.000
Beta	0,92
Free Float (%)	36,15
Giá cao nhất 52 tuần	27.600
Giá thấp nhất 52 tuần	13.100
KLGD bình quân 20 phiên	49.365



### Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
FMC	-13	34	62
Thủy sản	10,9	7	122
VN30 Index	13	6	50
HSX Index	11	2	32

### Cổ đông lớn (%)

CTCP Hùng Vương	53,5
Văn phòng Tỉnh ủy tỉnh Sóc Trăng	10,4
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	44,0

### BÙI THỊ TÂM

(084) 08- 6299 2006 – Ext 1315

tam.bt@vdsc.com.vn

**Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q2-FY15**

Chỉ tiêu(tỷ đồng)	Q2-FY15	Q1-FY15	+/- (qoq)	Q2-FY14	+/- (yoy)	+/- (yoy)
Doanh thu	729,9	504,3	44,7%	689,3	5,9%	-0,8%
Lợi nhuận gộp	57,1	43,0	32,8%	53,9	6,0%	27,5%
Chi phí bán hàng và quản lý	30,3	23,4	29,6%	28,2	7,5%	17,7%
Thu nhập HĐKD	26,8	19,6	36,7%	25,7	4,4%	60,8%
EBITDA	0,0	24,3	-100,0%	32,3	-100,0%	-47,7%
EBIT	0,0	18,3	-100,0%	26,6	-100,0%	-48,2%
Chi phí tài chính	10,4	6,4	61,3%	6,8	53,7%	70,4%
-Chi phí lãi vay	5,4	3,1	73,9%	2,4	127,7%	54,7%
Khấu hao	0,0	-6,0	-100,0%	-5,6	-100,0%	-46,1%
Khoản mục không thường xuyên(*)						
Khoản mục bất thường(*)	0,1	-2,2	-104,3%	0,9	-89,2%	
Lợi nhuận trước thuế	20,1	15,2	32,6%	24,3	-17,1%	18,6%
Lợi nhuận sau thuế	15,7	11,8	32,6%	18,4	-14,5%	21,6%
LNST điều chỉnh các khoản mục(*)	15,6	13,5	15,4%	17,7	-11,8%	

Nguồn: FMC, RongViet Securities

**Bảng 2: Phân tích HĐKD Q2-FY15**

Chỉ tiêu	Q2-FY15	Q1-FY15	+/- (qoq)	Q2-FY14	+/- (yoy)
<b>Chỉ tiêu sinh lợi (%)</b>					
TS lợi nhuận gộp	7,8%	8,5%	-70bps	7,8%	1bps
EBITDA/Doanh thu	4,4%	4,8%	-40bps	4,7%	-26bps
EBIT /Doanh thu	3,5%	3,6%	-13bps	3,9%	-37bps
TS lợi nhuận ròng	2,2%	2,3%	-20bps	2,7%	-51bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	2,1%	2,7%	-54bps	2,6%	-43bps
<b>Hiệu quả hoạt động* (x)</b>					
-VQ Hàng tồn kho	5,8	4,0	1,8	10,3	-4,4
-VQ Khoản phải thu	15,6	10,6	5,0	13,3	2,3
-VQ Khoản phải trả	19,3	24,6	-5,3	40,9	-21,6
<b>Đòn bẩy (%)</b>					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	2,3	1,8	0,5	1,9	0,3

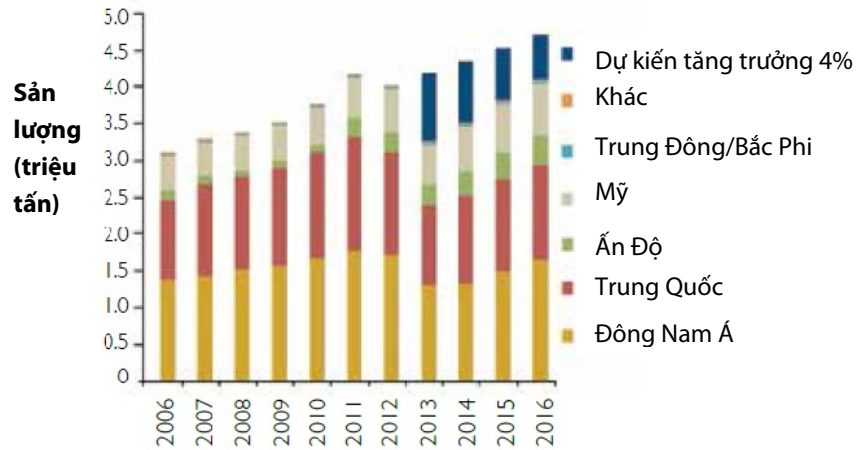
Nguồn: RongViet Securities; (\*)Thường niên hóa

### Ngành tôm khó bút phá trong năm 2015 do áp lực cung

Theo thống kê từ tổ chức FAO, sản lượng nuôi trồng tôm trên toàn thế giới bắt đầu ghi nhận sự sụt giảm kể từ năm 2012. Cụ thể, tổng sản lượng này đã giảm 4% so với mức đỉnh thiết lập vào năm 2011, còn khoảng 4 triệu tấn. Đà giảm được tổ chức GOAL cho rằng tiếp tục trong năm 2013 và chỉ bắt đầu phục hồi kể từ 2014. Với tốc độ tăng trưởng trung bình khoảng 8% từ 2014-2016, GOAL dự báo sản lượng tôm sẽ quay lại vùng đỉnh tại năm 2011 vào cuối 2016.



**Hình: Sản lượng tôm theo vùng lãnh thổ từ 2006-2016E**



Nguồn: FAO (2009-2012) và khảo sát của GOAL (2013-2016)

Riêng đối với thị trường châu Á, 80% nguồn cung tôm toàn thế giới bắt nguồn từ khu vực này. Trong giai đoạn từ 2006-2011, tổng sản lượng tại châu Á ghi nhận mức tăng trên 7%, cao hơn trung bình toàn thế giới (4%). Cũng theo dự báo của GOAL, tốc độ tăng trưởng của các nước như Việt Nam, Ấn Độ có thể tiếp tục gia tăng trong các năm sau, trung bình trên hai con số.

Có một rủi ro khá lớn đối với nuôi trồng tôm là việc đối mặt với dịch bệnh tôm chết sớm (EMS). Từ cuối 2013, dịch bệnh EMS ảnh hưởng mạnh đến nguồn cung của khu vực châu Á, đặc biệt là Thái Lan. Tổng sản lượng sản xuất của nước này đã giảm 21%, còn khoảng hơn 167.000 tấn (2014). Tuy nhiên, với khả năng dịch bệnh EMS sẽ được kiểm soát trong năm 2015, sản lượng nuôi trồng của Thái Lan được dự báo tăng trưởng 30% so với cùng kỳ năm ngoái. Mức giá đỉnh sau khi thiết lập từ cuối tháng T10-T11 năm 2014 đã bắt đầu sụt giảm do áp lực cung. Hiện tượng này xuất phát từ việc kiểm soát tốt dịch bệnh EMS, đặc biệt là Thái Lan. Từ Q1/2015, lượng xuất khẩu cũng như giá bán tôm giảm đáng kể, khoảng 18% so với cùng kỳ. Do vậy, chúng tôi cho rằng mặc dù ngành tôm vẫn được dự báo với mức tăng trưởng 10,7% (Hiệp hội thủy sản) nhưng khó đạt sự bùng nổ như năm ngoái.

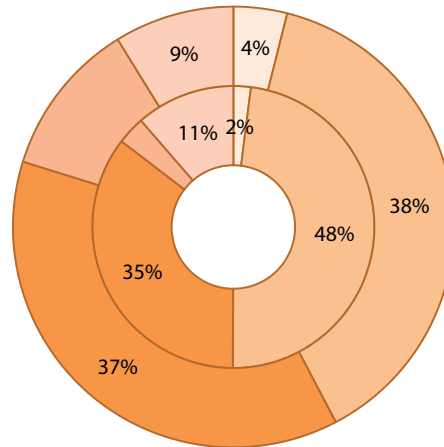
#### **FMC và tính khả thi của việc đẩy mạnh sản lượng xuất khẩu đến nhiều thị trường**

Trong cơ cấu doanh thu, Nhật Bản và Mỹ lần lượt là những thị trường tiêu thụ lớn của FMC với đóng góp gần 80% doanh số. Tuy nhiên, sụt giảm nhu cầu tại các thị trường này trong những năm gần đây khiến cơ cấu có sự dịch chuyển đáng kể. Tính đến Q12015, thị trường Nhật Bản chiếm khoảng 37% trong khi thị trường Mỹ chỉ còn khoảng 35% tổng doanh số. Bù đắp phần giảm này, FMC đã đẩy mạnh xuất khẩu sang các thị trường khác như EU, Hàn Quốc và Canada. Đặc biệt, thị trường EU ghi nhận chuyển biến rõ rệt nhất khi tỷ trọng đóng góp trong tổng doanh thu tăng từ 3% (6T2014) lên 11% (6T 2015).



Hình: Cơ cấu doanh thu theo từng thị trường của FMC tại Q12014 và Q12015

■ Viet Nam 
 ■ US 
 ■ Japan 
 ■ EU 
 ■ Others



(\*) Vòng tròn nhỏ đại diện cơ cấu doanh thu tại Q12014  
 Vòng tròn lớn đại diện cơ cấu doanh thu tại Q12015  
 Nguồn: FMC, RongViet Securities tổng hợp

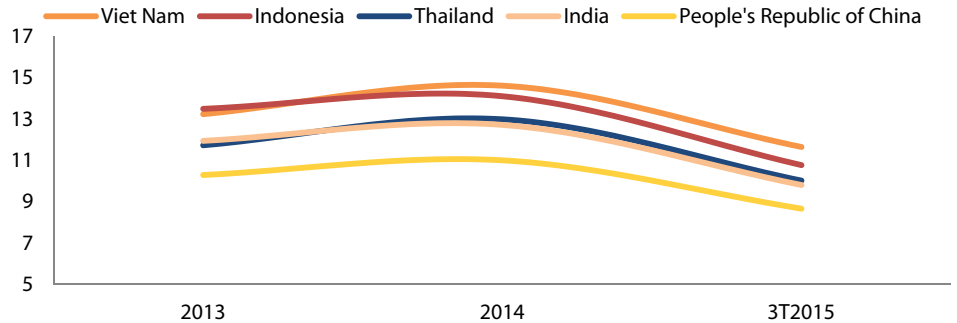
Với chiến lược này, sản lượng xuất khẩu của FMC trong 6 tháng đầu năm tăng trưởng hơn 9% dù doanh số chỉ bằng 98% so với cùng kỳ. Chúng tôi cho rằng, với mức giảm trung bình hơn 7% của giá bán tôm xuất khẩu, đẩy mạnh tiêu thụ dựa trên nội tại sẽ đảm bảo hoạt động tăng trưởng. Hiện tại, FMC có hơn 90% sản phẩm là hàng tinh chế; ưu thế này giúp Công ty giữ vững hoặc tấn công vào những thị trường khác nhau. Vấn đề quan ngại là thị phần của FMC tại các thị trường xuất khẩu lớn cũng như ảnh hưởng của sự thay đổi cơ cấu thị trường đến hoạt động doanh nghiệp. Những phân tích sâu hơn dưới đây về từng thị trường như Nhật Bản, Hoa Kỳ, EU phần nào sẽ giải đáp những khúc mắc này.

#### **Nhật Bản- Biên LN tốt nhưng nhu cầu tiêu thụ không khả quan**

Nhật Bản là một trong ba thị trường tiêu thụ tôm lớn nhất thế giới; trong đó, sản phẩm tôm chân trắng dẫn được ưa chuộng hơn tôm sú khi giá trị xuất khẩu hai năm gần đây đều trên 50%. Mặc dù vậy, nhu cầu tại thị trường này lại có sự suy yếu khi sản lượng nhập khẩu từ 2012-2014 liên tục giảm từ 2-14%. Nguyên nhân chủ yếu do (1) nền kinh tế suy yếu (2) đồng JPY bị mất giá mạnh so với USD nên sản phẩm nhập khẩu trở nên mắc tương đối.

Tại thị trường Nhật Bản, Việt Nam là nước xuất khẩu tôm lớn nhất với tổng giá trị 743 triệu USD trong năm 2014 (chiếm tỷ trọng 24,2%) với đối thủ cạnh tranh chính là Thái Lan, Indonesia, Ấn Độ, Trung Quốc. Chúng tôi nhận thấy giá bán tôm của Việt Nam được duy trì khá tốt, thường cao hơn các thị trường khác khoảng 10-14%.

Hình: Giá bán của các sản phẩm xuất khẩu sang thị trường Nhật Bản theo nước từ 2013-3T2015



Nguồn: RongViet Securities tổng hợp

Trong cơ cấu xuất khẩu của mặt hàng tôm Việt Nam, FMC chiếm tỷ trọng ~7% tổng giá trị xuất khẩu (2014). Tỷ lệ này, theo số liệu thống kê, đã tăng lên 8% trong Q1/2015. Do vậy, mặc dù đóng góp của thị trường này trong tổng doanh thu Q1/2015 chỉ còn khoảng 35%, phần lớn chịu ảnh hưởng bởi yếu tố thị trường. Theo ước tính của chúng tôi, sản lượng xuất khẩu tôm của FMC giảm khoảng 7%, thấp hơn mức 10% của thị trường tôm Việt Nam trong Q1/2015.

Đối với thị trường Nhật, khi hai nguyên nhân cốt lõi khiến nhu cầu tiêu thụ suy yếu nếu chưa được giải quyết triệt để thì khả năng hồi phục vẫn chưa thực sự khả quan. Chênh lệch giữa JPY và USD ngày càng mở rộng, đồng JPY hiện vẫn yếu đi so với USD. Nhu cầu đối với mặt hàng tôm, vì thế vẫn chưa thể có nhiều chuyển biến đáng kể trong năm nay. Chúng tôi dự báo giá trị xuất khẩu sang thị trường này trong năm 2015 sẽ giảm khoảng 12% so với cùng kỳ và xuất khẩu của FMC đối với thị trường này có thể chỉ vào khoảng hơn 1.100 tỷ đồng.

Xét cơ cấu các dòng sản phẩm, tôm duỗi và tôm bao bột lần lượt là những mặt hàng chủ lực của FMC với tỷ trọng gần 50%. Đây đồng thời cũng là hai mặt hàng tiêu thụ của FMC tại thị trường Nhật Bản. Theo chia sẻ từ doanh nghiệp, đóng góp lợi nhuận của thị trường Nhật Bản luôn khá cao; giả sử với 50% sản lượng doanh thu thì thị trường này có thể đem về 2/3 lợi nhuận ròng cho doanh nghiệp. Chính vì vậy, thay đổi cơ cấu tại thị trường Nhật Bản cũng đồng nghĩa với việc ảnh hưởng biên lợi nhuận của FMC.

Hình: Cơ cấu dòng sản phẩm của FMC từ 2010-2014

Diễn giải	2010	2011	2012	2013	2014
Tôm block	17%	4%	2%	2%	3%
Tôm hấp chín IQF	9%	7%	16%	19%	18%
Tôm tươi IQF	23%	38%	25%	28%	31%
Tôm duỗi	29%	36%	36%	34%	33%
Tôm bao bột	18%	13%	15%	13%	9%
Tôm tinh chế khác	1%	0%	3%	2%	3%
Nông sản	2%	2%	3%	2%	2%
Sản phẩm khác	0%	0%	0%	0%	1%
Tôm sú %	94%	77%	65%	41%	31%
Tôm thẻ %	0%	23%	35%	59%	69%

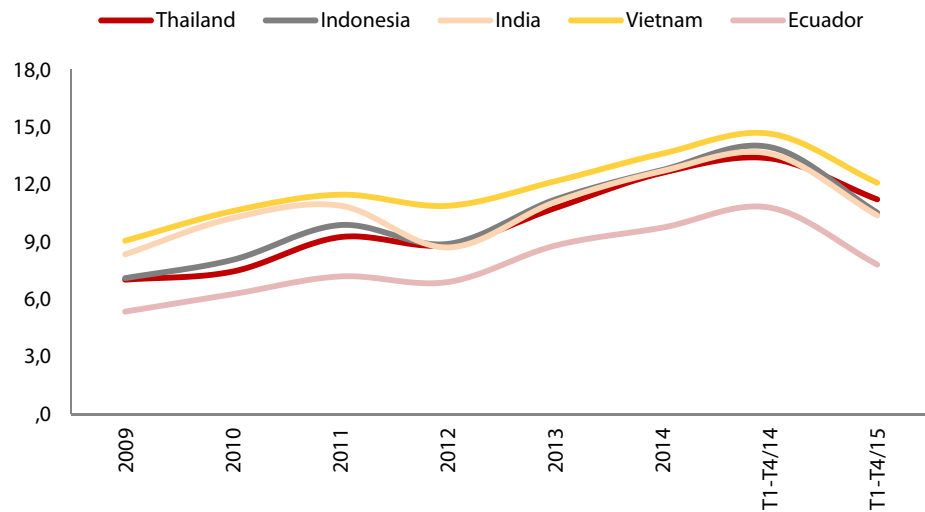
Nguồn: FMC



**Thị trường Mỹ có nhiều cơ hội cải thiện trong những tháng cuối năm**

Tương tự Nhật Bản, Mỹ cũng là một trong ba thị trường tiêu thụ tôm lớn nhất thế giới. Nhu cầu tiêu thụ trong hai năm gần đây cũng cho thấy xu hướng tăng trung bình khoảng 23%. Tuy nhiên, tình hình xuất khẩu trong các tháng đầu năm nay lại cho thấy điều ngược lại. Tính đến tháng 4/2015, giá trị xuất khẩu tại thị trường đã giảm ~12% trong đó, sản lượng sụt giảm 9%. Theo tìm hiểu của chúng tôi, nguyên nhân chủ yếu do lượng hàng tồn kho cao từ năm ngoái; trong khi đó, nhờ kiểm soát dịch bệnh trên tôm chết sớm (EMS), nguồn cung từ các nước xuất khẩu lớn khác như Indonesia, Thái Lan, Ấn Độ và Mexico gia tăng mạnh khiến mặt bằng giá giảm.

Hình: Giá bán của các sản phẩm xuất khẩu sang thị trường Nhật Bản theo nước từ 2013-3T2015



Nguồn: RongViet Securities tổng hợp

Tại thị trường Mỹ, sản phẩm Việt Nam chịu sự cạnh tranh mạnh từ các nước như Indonesia, Ấn Độ, Thái Lan và Ecuador. Thị phần tiêu thụ của tôm Việt Nam tụt xuống vị trí thứ 6 trong các tháng đầu năm và chỉ xếp vị trí thứ 4 trong năm 2015. Trước đà giảm của mặt bằng giá chung, sản phẩm Việt Nam, vốn có giá cao hơn các nước khác từ 10-14%, bị mất ưu thế so với các sản phẩm khác. Mặt khác, việc neo tỷ giá của đồng tiền Việt Nam theo USD cũng khiến giá bán tại thị trường này trở nên mất tương đối so với đối thủ cạnh tranh. Trong bối cảnh đó, tỷ trọng giá trị xuất khẩu tôm của FMC cũng sụt giảm từ 46% (2014) còn khoảng 37% (Q1/2015). Tuy nhiên, phân tích về tỷ trọng giá trị của FMC trong cơ cấu xuất khẩu tôm Việt Nam, chúng tôi vẫn nhận thấy sự gia tăng từ 5,6% (2014) lên 7,5% (Q1/2015). Điều này vẫn cho thấy tuy sụt giảm, thị phần của FMC tại thị trường xuất khẩu này vẫn khả quan so với trung bình ngành tôm Việt Nam.

Đáng chú ý, tình hình tiêu thụ tại thị trường Mỹ từ sau Q2 dự kiến sẽ có nhiều chuyển biến khi lượng hàng tồn kho từ cuối năm trước được giải quyết. Khi số lượng đơn hàng gia tăng, mặt bằng giá, đồng thời, được nhiều doanh nghiệp xuất khẩu kỳ vọng tăng từ 5-10% sau Q2/2015. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng cùng với sự gia tăng nguồn cung từ các thị trường Thái Lan, Ấn Độ, Ecuador, Indonesia, sản phẩm tôm Việt Nam sẽ chịu áp lực cạnh tranh lớn hơn so với năm trước. Trong điều kiện này, các doanh nghiệp có cơ cấu sản phẩm giá trị gia tăng lớn và chịu mức thuế chống bán phá giá hợp lý sẽ có nhiều lợi thế. Theo đánh giá của chúng tôi, FMC là một trong số các doanh nghiệp như vậy. Tuy nhiên, trao đổi với đại diện doanh nghiệp, FMC cho biết sẽ không có kế hoạch dài hạn trong việc đẩy mạnh thị trường Mỹ do rủi ro lớn từ thuế chống bán phá giá. Mặt khác, sản phẩm xuất khẩu của FMC sang thị trường này chủ yếu là hàng đông lạnh (tôm hấp chín và tôm tươi IQF); do vậy, đóng góp lợi nhuận của các mặt



hàng trên không lớn. Giả sử thị trường Mỹ đóng góp khoảng 50% doanh thu thì đóng góp lợi nhuận ròng chỉ vào khoảng 1/3. Mặc dù vậy, trong ngắn hạn, doanh nghiệp vẫn cố gắng tận dụng ưu thế khi được hưởng thuế chống bán phá giá thấp (0 USD/kg). Cũng cần lưu ý, hiện nay mức thuế chống bán phá giá của FMC chưa được chính thức thông qua và kỳ phán xét cuối cùng sẽ được thi hành vào cuối tháng 9 tới.

**Thị trường Châu Âu- Đẩy mạnh tỷ trọng xuất nhờ ưu thế sản phẩm khẩu**

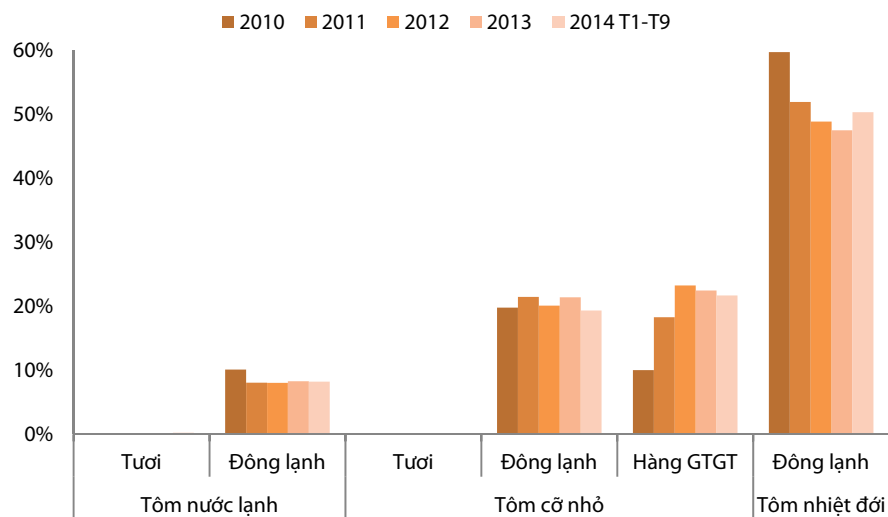
Tại thị trường châu Âu, tỷ trọng xuất khẩu của FMC khá nhỏ, khoảng 2% trong năm 2014. Tuy nhiên, tỷ trọng đóng góp doanh thu của thị trường này trong 6T2014 đã tăng lên 11%. Theo tính toán của chúng tôi, thị phần xuất khẩu của FMC tại EU cũng tăng từ 0,5% lên 5% với sản phẩm chủ lực là tôm IQF và tôm đông lạnh. Tại châu Âu, sản phẩm được ưa chuộng nhất là tôm đông lạnh từ các nước nhiệt đới với tỷ trọng lên đến 40-60% giá trị toàn thị trường (theo dữ liệu từ EUMOFA); trong đó, các nước có giá trị xuất khẩu lớn lần lượt là Ecuador, Ấn Độ, Việt Nam, Thái Lan. Trước đây, Ecuador và Thái Lan là các nước được hưởng hàng rào thuế quan tại 3,6% và 4,2% nhưng từ năm 2015, ưu đãi thuế đối với Thái Lan sẽ bị dỡ bỏ. Mức thuế suất mới được áp dụng vào khoảng 12%. Với thay đổi này, chủ tịch hiệp hội tôm Thái Lan cho rằng giá trị xuất khẩu tôm Thái Lan có thể giảm từ 20% còn khoảng 5%. Sự sụt giảm này, vì thế sẽ là cơ hội cho sản phẩm tôm Việt Nam. Nhận định vấn đề này, FMC cho biết sẽ đẩy mạnh xuất khẩu thị trường EU nhằm cơ cấu tỷ trọng đối với thị trường Mỹ.

Bảng: Hàng rào thuế quan đối với các nước xuất khẩu tôm sang thị trường châu Âu

Nước	Thuế nhập khẩu (%)
Ecuador	3,6%
Thái Lan	12%
Việt Nam	10,8%

Nguồn: RongViet Securities tổng hợp

Hình: Nhu cầu tiêu thụ tại Châu Âu theo từng phân khúc sản phẩm tôm



Nguồn: FAO

Không chỉ thị trường châu Âu, FMC cũng có kế hoạch đẩy mạnh thị trường Hàn Quốc nhờ tận dụng cơ hội gia nhập hiệp định FTA-Hàn Quốc. Hiện nay, thị trường Hàn Quốc chỉ chiếm tỷ trọng rất nhỏ (khoảng từ 5%) trong cơ cấu doanh thu của FMC. Ban lãnh đạo cũng cho biết từ đầu năm đến nay, Công





ty đã nhận thêm 10 container hàng từ Hàn Quốc. Như vậy, nhờ tận dụng những ưu thế thị trường, FMC có thể bù đắp phần sụt giảm từ những thị trường khác trong điều kiện nhu cầu tiêu thụ 6 tháng đầu năm chưa thực sự khả quan.

### **Năng lực sản xuất được nâng cao nhờ nhà máy An San đi vào hoạt động**

Trong điều kiện số lượng đơn hàng gia tăng mạnh, nhà máy của FMC hầu hết đều hoạt động tối đa công suất. Trong năm 2014, Công ty đã cải tạo nhà máy tôm chiên bột, nâng công suất lên gấp đôi nhưng vẫn không đáp ứng nhu cầu tiêu thụ. Chính vì vậy, nhà máy An San B với tổng giá trị đầu tư gần 100 tỷ đồng được đưa vào hoạt động từ Q2/2015 góp phần giải quyết bài toán năng lực sản xuất. Với công suất 7.500 tấn/năm từ nhà máy mới, tổng công suất toàn công ty đã được nâng lên hơn 50%.

Liên quan đến vùng nuôi An San, hiện nay khả năng tự chủ nguyên liệu của FMC được duy trì ổn định và không quá lớn so với cùng kỳ (~10%). Công ty chưa có ý định mở rộng quy mô nuôi trồng 60ha hiện tại; thay vào đó, kĩ thuật nuôi trồng lại có nhiều thay đổi. Cụ thể, mô hình nuôi ao nhỏ bạt đáy sẽ được áp dụng để giảm dịch bệnh. Theo đó, dự kiến cải tạo 16 ao lớn thành 40 ao nhỏ, tốn chi phí khoảng 10 tỷ đồng. Công ty cho biết với kinh nghiệm các năm qua, nuôi ao nhỏ và có bạt đáy sẽ cho hiệu quả tốt hơn các hình thức khác. Với biên lợi nhuận gộp từ 30-40%, nguyên liệu tự nuôi của FMC có thể là nhân tố cải thiện đáng kể hoạt động kinh doanh. Tuy nhiên, chúng tôi khá quan tâm đến dịch bệnh cũng như tỷ lệ hao hụt trong nuôi trồng tôm. Vì vậy, tình hình thả giống, nuôi và thu hoạch đều là nhân tố đáng theo dõi của FMC. Tính đến cuối tháng 6, Công ty chỉ mới thả giống khoảng 80 ao do nắng nóng kéo dài. Dự kiến đến giữa tháng 7, FMC sẽ hoàn tất thả toàn bộ và như vậy đã trễ hơn gần 2 tháng so với kế hoạch ban đầu.

### **Dự báo KQKD 2015 tăng trưởng khả quan**

Tính chung 6 tháng đầu năm, doanh thu vào khoảng 1.234 tỷ đồng với sản lượng tôm tiêu thụ 4.600 tấn (+7%yoy). Giá bán trung bình hiện nay chỉ vào khoảng 12,6 USD/kg, giảm 1 USD/kg so với cùng kỳ; do vậy, tổng doanh thu 6 tháng chỉ bằng 98% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, diễn biến giá nguyên liệu tôm khá thấp trên thị trường những tháng đầu năm, đồng thời, cũng giúp tiết giảm chi phí giá vốn của FMC. Theo ước tính của chúng tôi, biên lợi nhuận gộp có thể cải thiện gần 2% trong 2 quý năm 2015. Như vậy, lợi nhuận trước thuế tăng 19%, vào khoảng 35 tỷ đồng, hoàn thành 35% kế hoạch đề ra. Đồng thời, chúng tôi nhận thấy sản lượng nông sản tăng gần như gấp đôi so với cùng kỳ. Mặc dù chiếm tỷ lệ khá nhỏ trong doanh thu (2-5%) nhưng đây là tín hiệu tích cực khi tìm hướng ra cho mảng kinh doanh này đã từng khá khó khăn cho FMC trong các năm trước.

Quan sát diễn biến thị trường tôm thế giới, chúng tôi cho rằng giá bán tôm có thể cải thiện từ Q3/2015 nhờ nhu cầu tại Mỹ tăng trở lại khi lượng hàng tồn kho được tiêu thụ hết. Mặt khác, theo yếu tố mùa vụ, các tháng cuối năm cũng là thời điểm ghi nhận phần lớn lợi nhuận. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng vào những chuyển biến rõ rệt hơn trong những tháng cuối năm. Dựa trên những cơ sở phân tích, chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận trước thuế cả năm 2015 vào khoảng 3.536 tỷ đồng (+23% yoy) và 88 tỷ đồng (+18% yoy) và chỉ bằng 90% kế hoạch đề ra của FMC. EPS tương ứng vào khoảng 3.524 VND/cp.

### **Quan điểm và định giá**

Với mặt hàng chủ lực là tôm tinh chế, FMC có lợi thế xuất khẩu vào các thị trường lớn như Nhật Bản, Mỹ, Châu Âu. Thị phần tại các nước này đang có sự dịch chuyển theo hướng linh hoạt hơn để tận dụng cơ hội ngắn hạn từ ưu đãi thuế. Cụ thể, cơ cấu thị trường EU và Nhật Bản đang cho thấy sự gia tăng nhằm bù đắp phần sụt giảm từ thị trường Nhật Bản và Mỹ. Mặt khác, cùng với việc đi vào hoạt động của nhà máy An San B, năng lực sản xuất của FMC sẽ được cải thiện đáng kể, tăng 50%. Nhờ vậy, nút thắt về khả năng cung ứng sản phẩm sẽ được gỡ bỏ. Không những vậy, FMC cũng cho thấy định hướng phát triển theo mô hình khép kín với khả năng tự chủ nguồn nguyên liệu. Hiện nay, vùng nguyên liệu của Công ty



có khả năng đáp ứng khoảng 10% nhu cầu nguyên liệu của toàn công ty và dự kiến đến năm 2020, tỷ lệ này sẽ tăng lên 19%.

Ngoài phát triển năng lực sản xuất, cơ cấu sở hữu của FMC cũng đang cho thấy sự dịch chuyển. Hiện nay, tỷ lệ sở hữu của HVG tại Công ty đã tăng từ 39% (2014) lên 53,5%. Công ty cho biết HVG chưa có nhiều can thiệp sâu vào hoạt động quản lý. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng, với vị thế và tiềm lực tài chính của HVG, kỳ vọng FMC sẽ có nhiều điều kiện hơn trong việc phát triển vùng nuôi và mở rộng thị trường. Do vậy, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TÍCH LŨY** đối với mức giá **27.000 đồng/cp** cho mục tiêu **TRUNG HẠN**.

**Bảng 5: Những giả định chính**

Chỉ tiêu	Dự phóng sau điều chỉnh	
	FY2015F	FY2016F
Tăng trưởng doanh thu (%)	23	8
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	7	7
Tỷ suất EBIT (%)	3	3

Nguồn: RongViet Securities.

Đvt: tỷ đồng					Đvt: tỷ đồng				
<b>KQ HĐKD</b>	<b>FY2013</b>	<b>FY2014</b>	<b>FY2015F</b>	<b>FY2016F</b>	<b>BẢNG CĐKT</b>	<b>FY2013</b>	<b>FY2014</b>	<b>FY2015F</b>	<b>FY2016F</b>
Doanh thu thuần	2.184,4	2.880,8	3.536,3	3.829,3	Tiền	151,6	262,0	372,4	151,6
Giá vốn	2.050,8	2.660,9	3.289,3	3.570,6	Đầu tư tài chính ngắn hạn	0,0	0,0	0,0	0,0
Lãi gộp	<b>133,6</b>	<b>219,8</b>	<b>247,0</b>	<b>258,7</b>	Các khoản phải thu	131,5	237,3	229,9	131,5
Chi phí bán hàng	61,6	80,0	102,6	111,1	Tồn kho	300,1	493,3	427,6	300,1
Chi phí quản lý	30,6	57,8	53,0	55,1	Tài sản ngắn hạn khác	22,5	23,0	23,0	22,5
Thu nhập từ HĐTC	11,3	10,4	11,5	12,6	<b>TSLĐ &amp; Đầu tư ngắn hạn</b>	<b>605,7</b>	<b>1.015,6</b>	<b>1.052,9</b>	<b>605,7</b>
Chi phí tài chính	17,7	18,6	14,8	16,3	Tài sản cố định hữu hình	91,6	86,6	92,6	91,6
Lợi nhuận khác	0,6	1,1	0,0	0,0	Tài sản cố định vô hình	10,5	10,2	10,0	10,5
Lợi nhuận trước thuế	<b>35,6</b>	<b>74,9</b>	<b>88,1</b>	<b>88,8</b>	Xây dựng cơ bản dở dang	16,0	20,2	34,7	16,0
Thuế TNDN	2,8	17,7	17,6	15,1	Bất động sản đầu tư	0,0	0,0	0,0	0,0
Lợi ích cổ đông thiểu số	0,0	0,0	0,0	0,0	Đầu tư tài chính dài hạn	10,4	10,4	10,4	10,4
Lợi nhuận sau thuế	<b>32,7</b>	<b>57,3</b>	<b>70,5</b>	<b>73,7</b>	Tài sản dài hạn khác	7,6	10,3	7,7	7,6
EBIT	<b>46,4</b>	<b>87,9</b>	<b>102,1</b>	<b>104,3</b>	<b>TSCĐ và đầu tư dài hạn</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
EBITDA	61,1	105,5	121,3	124,9	<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>136,1</b>	<b>137,8</b>	<b>155,4</b>	<b>136,1</b>
					Tiền hàng phải trả và ứng trước	71,1	30,8	59,2	71,1
					Khoản phải trả ngắn hạn khác	28,6	47,3	53,0	28,6
					Vay và nợ ngắn hạn	405,6	684,9	707,3	405,6
					Vay và nợ dài hạn	0,0	0,0	0,0	0,0
					Khoản phải trả dài hạn khác	0,5	7,4	0,5	0,5
					<b>Tổng nợ</b>	<b>505,8</b>	<b>770,5</b>	<b>820,1</b>	<b>505,8</b>
					<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>235,5</b>	<b>382,9</b>	<b>388,2</b>	<b>235,5</b>
					Vốn đầu tư của CSH	130,0	200,0	200,0	130,0
					Lợi nhuận giữ lại	35,5	60,7	101,2	35,5
					Các quỹ	43,9	50,4	50,4	43,9
					<b>Nguồn kinh phí và quỹ khác</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
					<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>235,5</b>	<b>382,9</b>	<b>388,2</b>	<b>235,5</b>
					Lợi ích cổ đông thiểu số	0,0	0,0	0,0	0,0
					<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>741,3</b>	<b>1.153,4</b>	<b>1.208,3</b>	<b>741,3</b>
					<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b>	<b>FY2013</b>	<b>FY2014</b>	<b>FY2015F</b>	<b>FY2016F</b>
					LNTT	35,6	74,9	88,1	88,8
					Khấu hao	20,9	23,0	19,1	20,6
					Các điều chỉnh	14,2	26,4	9,8	11,0
					Thay đổi vốn lưu động	-109,3	-339,9	86,9	-10,3
					<b>Tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>-38,6</b>	<b>-215,6</b>	<b>203,9</b>	<b>110,2</b>
					Thay đổi TSCĐ	-20,9	-39,6	-38,1	-18,6
					Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	0,0	0,0	0,0	0,0
					Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	4,3	6,6	2,8	3,4
					<b>Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư</b>	<b>-16,6</b>	<b>-33,0</b>	<b>-35,3</b>	<b>-15,3</b>
					Nhận/trả lại vốn góp	52,4	105,1	-35,1	0,0
					Vay mới/trả nợ vay	146,5	271,7	-25,4	15,4
					Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ	-5,1	-18,3	2,3	13,9
					<b>Tiền thuần từ HĐ Tài Chính</b>	<b>193,8</b>	<b>358,5</b>	<b>-58,3</b>	<b>29,2</b>
					Tiền thuần trong kỳ	138,6	109,9	110,4	124,2
					<b>Tiền đầu năm</b>	<b>12,7</b>	<b>151,6</b>	<b>262,0</b>	<b>372,4</b>
					Ảnh hưởng của tỷ giá	0,2	0,5	0,0	0,0
					<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>151,6</b>	<b>262,0</b>	<b>372,4</b>	<b>496,6</b>

Đvt: %				
<b>CHỈ SỐ TÀI CHÍNH</b>	<b>FY2013</b>	<b>FY2014</b>	<b>FY2015F</b>	<b>FY2016F</b>
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	42,2%	31,9%	22,8%	8,3%
Lợi nhuận HĐKD	52,0%	98,3%	11,5%	1,2%
EBITDA	14,2%	72,6%	14,9%	3,0%
EBIT	29,1%	89,6%	16,2%	2,1%
Lợi nhuận sau thuế	437,0%	74,9%	23,1%	4,6%
Tổng tài sản	61,6%	55,5%	4,8%	10,1%
Vốn chủ sở hữu	50,5%	62,6%	1,4%	11,3%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	6,8%	8,8%	10,5%	10,7%
<b>Khả năng sinh lợi</b>				
LN gộp / Doanh thu	6,1%	7,6%	7,0%	6,8%
LN HĐKD / Doanh thu	1,9%	2,8%	2,6%	2,4%
EBITDA/ Doanh thu	2,8%	3,7%	3,4%	3,3%
EBIT/ Doanh thu	2,1%	3,1%	2,9%	2,7%
LNST/ Doanh thu	1,5%	2,0%	2,0%	1,9%
ROA	5,5%	6,0%	6,0%	5,8%
ROIC or RONA	23,5%	28,0%	26,2%	25,4%
ROE	16,7%	18,5%	18,3%	18,0%
<b>Hiệu quả hoạt động (x)</b>				
Vòng quay kh. phải thu	16,8	15,6	15,1	15,6
Vòng quay hàng tồn kho	8,5	6,7	7,1	8,7
Vòng quay khoản phải trả	27,5	29,9	34,6	31,8
<b>Khả năng thanh toán (x)</b>				
Hiện hành	1,2	1,3	1,3	1,3
Nhanh	0,6	0,7	0,8	0,9
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tổng nợ/ Vốn CSH	214,8%	201,2%	211,2%	207,9%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	172,2%	178,9%	182,2%	181,7%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

### BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

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

#### Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến -5%	<-15%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

#### GIỚI THIỆU

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

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

#### Hệ thống mạng lưới

##### Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM

Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986

Website: www.vdsc.com.vn

##### Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

##### Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin - TP.Nha Trang

##### Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

### TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

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

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2015.**