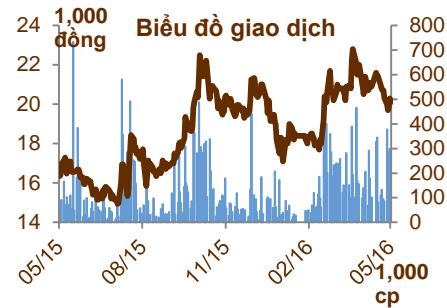


Khuyến nghị

**TRUNG LẬP
HOSE: FMC**

Thủy Sản

Giá thị trường (VND)	21,300
Giá mục tiêu (VND)	21,500
Tỷ lệ tăng giá	1%
Suất sinh lợi cổ tức	5%
Tỷ suất sinh lợi	6%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	4%	-5%	9%	23%
Tương đối	-6%	-12%	-1%	11%

Nguồn: Stockplus, so với VNI

Thống kê

20/05/16

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	14.9k-22.8k
SL lưu hành (triệu cp)	30
Vốn hóa (tỷ đồng)	603
Vốn hóa (triệu USD)	27
% khối ngoại sở hữu	7.1%
Tỷ lệ cp tự do (%)	10
KLGD TB 3 tháng (cp)	177k
VND/USD	22,470
Index: VNIndex / HNX	614/82

Cơ cấu sở hữu

20/05/16

CTCP Hùng Vương	54.3%
Tỉnh Ủy Sóc Trăng	6.9%
Công đoàn Sao Ta	2.2%
Đầu tư An Khánh	2.8%
Ban lãnh đạo & người liên quan	~3%

Hoàng Huy

(+84 8) 3914 8585 - Ext: 1450
huy.hoang@kisvn.vn
www.kisvn.vn

CTCP Thực phẩm Sao Ta (HSX: FMC) hướng tới thị trường EU

Kết quả kinh doanh 1Q2016

Kết quả kinh doanh quý 1 cải thiện nhẹ so với cùng kỳ năm ngoái. Doanh thu tăng 8% so với cùng kỳ đạt 543 tỷ đồng nhờ vào thị trường EU. Cụ thể, xuất khẩu vào Mỹ giảm 22% so với cùng kỳ còn 146 tỷ đồng trong khi xuất khẩu vào Nhật và EU tăng 12% và 84% so với cùng kỳ đạt tương ứng 199 tỷ đồng và 103 tỷ đồng. Doanh thu nội địa cũng tăng vọt 79% lên 47 tỷ đồng.

Do quý 1 không phải nằm trong mùa thu hoạch tôm, sự khan hiếm nguyên vật liệu tôm đầu vào khiến biên lợi nhuận gộp giảm còn 7% và biên LN hoạt động còn 3%. Mặc dù lợi nhuận hoạt động giảm 18% so với cùng kỳ còn 16 tỷ đồng, lợi nhuận khác và thuế suất TNDN giảm giúp LNST tăng 29% lên 15 tỷ đồng.

Kế hoạch 2016. Sẽ có thêm nhiều doanh thu từ châu Âu ...

Trong năm 2016, Sao Ta đặt mục tiêu 3,360 tỷ đồng doanh thu, tăng 17% so với cùng kỳ, và 100 tỷ đồng LNTT, giảm 4%. Trong khi rủi ro giảm giá sản phẩm tôm vẫn ở mức cao do sự hồi phục nuôi trồng thủy sản ở Thái Lan, lượng đánh bắt tăng mạnh ở Argentina và lượng tồn kho lớn cuối 2015, tình trạng hạn hán và xâm nhập mặn ở đồng bằng sông Cửu Long nhiều khả năng sẽ khiến giá nguyên vật liệu tôm trong nước tiếp tục tăng trong năm nay.

Theo Sao Ta, EU sẽ là thị trường tiềm năng nhất trong các thị trường xuất khẩu chính của công ty:

- Nhật Bản: thị trường đã bão hòa này sẽ mang lại nguồn doanh thu ổn định hơn là tăng trưởng do Việt Nam đang là nước xuất khẩu số 1 vào đây.
- Mỹ: xuất khẩu của Sao Ta giảm 19% năm 2015 và tiếp tục giảm 22% trong quý 1 vừa qua. Tuy nhiên, Tổ chức Nông nghiệp và Lương thực LHQ (FAO) cho biết nhu cầu đã bắt đầu cải thiện từ cuối 2015 và kỳ vọng sẽ có thêm các tín hiệu tích cực trong năm 2016 tại thị trường này.
- Các nước EU: xuất khẩu của Sao Ta vào các nước này tăng gấp 4 lần đạt 429 tỷ đồng năm 2015 và tiếp tục tăng 84% trong quý 1 vừa qua. Mặc dù việc nuôi trồng thủy hải sản ở Thái Lan hồi phục, nước này không còn được ưu đãi về thuế khi xuất khẩu sang thị trường EU, trao cơ hội cho nước láng giềng Việt Nam nói chung và Sao Ta nói riêng.

Bên cạnh đó, các hiệp định tự do thương mại gồm Việt Nam – Hàn Quốc, Việt Nam – EU và nhiều khả năng TPP sẽ tăng sức cạnh tranh của con tôm Việt Nam nhờ gỡ bỏ các rào cản thuế nhập khẩu.

... và có thể cả từ Trung Quốc.

Mặc dù là nước sản xuất thủy sản lớn nhất thế giới, Trung Quốc đang dần trở thành nước nhập khẩu do quá trình chuyển đổi công thức tăng trưởng kinh tế từ đầu tư sang tiêu dùng. Tiêu dùng nội địa sẽ hướng tới các sản phẩm chất lượng cao, mùi vị ngon hơn và dĩ nhiên là giá cao hơn như con tôm.

Thực tế, Trung Quốc là một trong những thị trường tăng trưởng nhanh nhất của thủy sản Việt Nam trong những năm vừa qua và chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ tiếp tục. Chúng tôi kỳ vọng Trung Quốc sẽ là nguồn tăng trưởng doanh thu khác cho Sao Ta trong các năm tới.

BÁO CÁO CẬP NHẬT – FMC – TRUNG LẬP

Thoái vốn bằng trả cổ tức

Sao Ta đã chi 130 tỷ đồng trả cổ tức bằng tiền (~ 30% vốn chủ sở hữu) mặt năm ngoài, giúp một số cổ đông lớn thực hiện thoái vốn khỏi doanh nghiệp. Việc chia cổ tức khiến tỷ lệ nợ ròng/VCSH tăng vọt lên 131% tại thời điểm cuối năm nhưng giảm còn 54% vào cuối 1Q2016 nhờ phát hành quyền mua cổ phiếu mới tỷ lệ 2:1. Kết quả, một số cổ đông lớn như Tỉnh Ủy Sóc Trăng giảm tỷ lệ sở hữu tại công ty xuống.

Giá thu mua tăng nhưng giá bán tiếp tục khó

Sao Ta đã phát triển được vùng nuôi riêng trong 5 năm qua và hiện có thể tự cung cấp 5% nhu cầu tôm đầu vào. Diện tích nuôi trồng nhỏ giúp công ty giảm được rủi ro thời tiết của nông nghiệp. Nhưng với việc phải mua vào 95% nguyên vật liệu từ bên ngoài, tình trạng khan hiếm nguyên vật liệu hiện tại do hạn hán và xâm nhập mặn tại đồng bằng sông Cửu Long sẽ đẩy giá thu mua của Sao Ta tiếp tục tăng.

Xem xét khả năng NVL tăng giá trong khi giá bán tiếp tục gặp khó khăn trong năm 2016 (chúng tôi ước tính giá bình quân sản phẩm tôm của Sao Ta trong 1Q2016 giảm 4% so với 4Q2015 và 18% so với 1Q2015), chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận của công ty sẽ bị thu hẹp. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng công ty sẽ vượt chỉ tiêu doanh thu và lợi nhuận năm 2016.

Định giá

Chúng tôi định giá FMC ở mức 21.5k đồng/cp tại thời điểm cuối 2016, dựa trên phương pháp so sánh. Tổng mức sinh lời kỳ vọng là 11%, bao gồm cả 5% suất sinh lời cổ tức tiền mặt. Với giả định rủi ro giá đầu vào cao năm 2016, chúng tôi có quan điểm TRUNG LẬP với cổ phiếu Sao Ta tại mức giá hiện tại là 21.3k đồng/cp.

	Ngành thủy sản	Ước tính FMC năm 2016	Giá FMC năm 2016
PE	7.7x	EPS = VND3,444	27,000
PB	0.9x	BVPS = VND17,279	16,000
Trung bình			21,500

STT	Mã	Công ty	Vốn hóa (Tỷ đồng)	12T PE (x)	PB (x)
1	ABT	XNK Thủy sản Bến Tre	570	9.85	1.39
2	ACL	XNK Thủy sản Cửu Long	172	5.84	0.60
3	FMC	Thực phẩm Sao Ta	603	4.52	1.33
4	IDI	ĐT&PT Đa quốc gia I.D.I	1,271	8.09	0.61
5	SJ1	Nông nghiệp Hùng Hậu	140	6.98	1.01
6	TS4	Thủy sản số 4	128	12.70	0.46
		PE trung bình theo vốn hóa		7.7x	
		PB trung bình theo vốn hóa			0.9x

* Chúng tôi chỉ xem xét các công ty có quy mô tương đương về mặt vốn hóa

Loại trừ dữ liệu âm hoặc bất thường.

Nguồn: StockPlus. Dữ liệu tại ngày 20/05/2016.

* Mức PE trung bình ngành nằm gần cận trên của vùng PE lịch sử 4x-8x của FMC trong các năm qua. Mức PB trung bình ngành cũng nằm trong vùng PB lịch sử 0.5x-1.5x của FMC. Chi tiết tham khảo trang kế tiếp.

BÁO CÁO CẬP NHẬT – FMC – TRUNG LẬP

PE lịch sử, 2011 – nay

Nguồn: Stockplus



PB lịch sử, 2011 – nay

Nguồn: Stockplus



BÁO CÁO CẬP NHẬT – FMC – TRUNG LẬP

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH FMC	Giá hiện tại (VND):		Giá mục tiêu (VND):		Vốn hóa (tỷ đồng):	
	20,100	21,500	2015	2016E	603	603
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Doanh thu thuần	2,184	2,881	2,877	3,377	3,920	4,659
Tăng trưởng (%)	42%	32%	0%	17%	16%	19%
<i>Tôm</i>	2,141	2,817	2,789	3,254	3,747	4,418
<i>Nông sản khác</i>	44	64	88	123	172	241
GVHB	2,051	2,653	2,605	3,095	3,582	4,246
Biên lợi nhuận gộp (%)	6.1%	7.9%	9.4%	8.4%	8.6%	8.9%
Chi phí bán hàng và QLDN	92	142	145	169	216	256
% so với doanh thu	4.2%	4.9%	5.0%	5.0%	5.5%	5.5%
EBITDA	62	109	160	156	169	208
Biên lợi nhuận EBITDA (%)	2.8%	3.8%	5.6%	4.6%	4.3%	4.5%
Khấu hao	21	23	33	42	47	51
Lợi nhuận từ HĐKD	41	86	127	113	122	157
Biên LN HĐKD (%)	1.9%	3.0%	4.4%	3.4%	3.1%	3.4%
Chi phí lãi vay ròng	6	6	3	2	5	2
% so với nợ ròng	2.6%	1.9%	0.8%	0.5%	1.2%	0.4%
Khả năng chi trả lãi vay(x)	6	13	38	48	22	99
Lãi/lỗ khác	1	-1	-19	-	-	-
<i>Lãi/lỗ chênh lệch tỷ giá</i>	0	-2	-28	-	-	-
Thuế	3	16	7	8	8	11
Thuế suất hiệu dụng (%)	8%	20%	7%	7%	7%	7%
Lợi nhuận ròng	33	63	97	103	108	144
Biên lợi nhuận ròng (%)	1.5%	2.2%	3.4%	3.1%	2.8%	3.1%
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0	0
LN dành cho công ty mẹ	33	63	97	103	108	144
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	13	20	20	30	30	30
EPS hiệu chỉnh (VND)	2,099	2,616	4,057	3,444	3,606	4,809
Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh (%)	231%	25%	55%	-15%	5%	33%
Cổ tức (VND)	700	1,500	6,500	1,000	1,500	1,500
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	15%	29%	134%	29%	42%	31%

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018
Vòng quay khoản phải thu (x)	15	16	13	13	14	15
Vòng quay hàng tồn kho (x)	8.5	6.4	5.4	5.0	5.5	6.0
Vòng quay khoản phải trả (x)	27	25	22	22	22	22
Thay đổi vốn lưu động	87	275	-78	188	32	57
Capex	22	59	97	50	50	50
Các khoản mục dòng tiền khác	-7	-5	-11	-7	-8	-9
Dòng tiền tự do	-62	-253	101	-100	65	80
Phát hành cp	52	102	0	100	0	0
Cổ tức	5	18	130	30	45	45
Thay đổi nợ ròng	15	169	29	30	-20	-35
Nợ ròng cuối năm	254	423	452	481	461	426

BÁO CÁO CẬP NHẬT – FMC – TRUNG LẬP

Giá trị doanh nghiệp (EV)	857	1,026	1,055	1,084	1,064	1,029
Tổng VCSH	235	389	345	518	582	681
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0	0
VCSH	235	389	345	518	582	681
Giá trị sổ sách/cp (VND)	18,115	19,465	17,252	17,279	19,385	22,694
Nợ ròng / VCSH (%)	108%	109%	131%	93%	79%	63%
Nợ ròng / EBITDA (x)	4.1	3.9	2.8	3.1	2.7	2.0
Tổng tài sản	459	742	1,190	1,393	1,436	1,500

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<i>ROE (%)</i>	17%	20%	27%	24%	20%	23%
<i>ROA (%)</i>	7%	14%	13%	9%	9%	11%
<i>ROIC (%)</i>	6.1%	11.3%	10.3%	8.1%	8.0%	9.9%
<i>WACC (%)</i>	8.2%	7.9%	6.8%	8.0%	8.8%	9.3%
<i>EVA (%)</i>	-2.2%	3.3%	3.5%	0.2%	-0.8%	0.6%
<i>PER (x)</i>	9.6	7.7	5.0	5.8	5.6	4.2
<i>EV/EBITDA (x)</i>	14	9.4	6.6	7.0	6.3	4.9
<i>EV/FCF (x)</i>	-14	-4	10	-11	16	13
<i>PBR (x)</i>	1.1	1.0	1.2	1.2	1.0	0.9
<i>PSR (x)</i>	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
<i>EV/sales (x)</i>	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2
<i>Suất sinh lợi cổ tức (%)</i>	2.9%	6.2%	27%	5.0%	7.5%	7.5%

BÁO CÁO CẬP NHẬT – FMC – TRUNG LẬP

Liên hệ:

Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Maritime Bank Tower
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM
Tel: (+84 8) 3914 8585
Fax: (+84 8) 3821 6898

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6, CTM Tower
299 Cầu Giấy, Q.Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3974 4448
Fax: (+84 4) 3974 4501

Phòng Phân tích Doanh nghiệp

Trưởng phòng Phân tích Doanh nghiệp

Hoàng Huy
(+84 8) 3914 8585 (x1450)
huy.hoang@kisvn.vn

Chuyên viên Phân tích – Năng lượng, hàng hóa, logistics

Trần Hà Xuân Vũ
(+84 8) 3914 8585 (x1459)
vu.th@kisvn.vn

Chuyên viên Phân tích – Tiêu dùng

Lê Thị Nụ
(+84 8) 3914 8585 (x1460)
nu.lt@kisvn.vn

Phòng Phân tích Vĩ mô

Trưởng phòng Phân tích Vĩ mô

Bạch An Viễn
(+84 8) 3914 8585 (x1449)
vien.ba@kisvn.vn

Chuyên viên Phân tích Kỹ thuật

Từ Vĩ Trí
(+84 8) 3914 8585 (x1451)
tri.tvi@kisvn.vn

Phòng Khách hàng Định chế

Giám đốc Quan hệ Khách hàng định chế

Lâm Hạnh Uyên
(+84 8) 3914 8585 (x1444)
uyen.lh@kisvn.vn

BÁO CÁO CẬP NHẬT – FMC – TRUNG LẬP

Nguyên tắc khuyến nghị

GIỮ: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

MUA: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

BÁN: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

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 ý kiến 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.

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. KIS 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.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

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 KIS.