

CTCP THỰC PHẨM SAO TA (HOSE: FMC)
Nguyễn Lê Thành Đạt

Chuyên viên Phân tích cơ bản

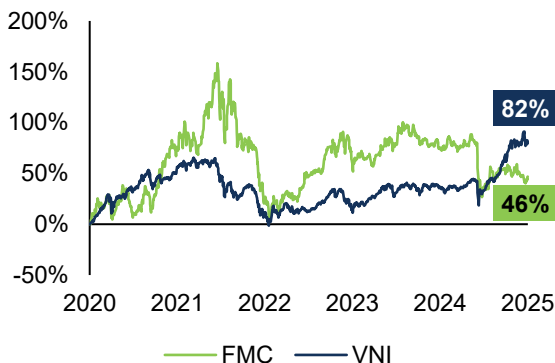
Email: datnlt2@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 7583

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Ngọc Đức, CFA

Trưởng phòng Phân tích đầu tư

Diễn biến giá cổ phiếu FMC và VNIndex

Thông tin giao dịch (23/12/2025)

Giá hiện tại (VND/cp)	35.050
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	47.550
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	30.700
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	65,4
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	65,4
KLGD bình quân 30 ngày (triệu cp)	25,4
% sở hữu nước ngoài	31,0%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	2.292
P/E trailing 12 tháng (lần)	7,2x
EPS trailing 12 tháng (VND/cp)	4.853

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Thực phẩm Sao Ta
Địa chỉ	Km 2132, Quốc lộ 1A, Phường Phú Lợi, TP Cần Thơ
HĐKD chính	Chế biến, bảo quản thủy sản và sản phẩm từ thủy sản
Chi phí chính	Tôm nguyên liệu
Lợi thế cạnh tranh	Trình độ chế biến sâu cao Tỷ lệ tự chủ nguyên liệu cao
Rủi ro chính	Kết quả thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp tại Mỹ Biến động giá tôm nguyên liệu

Giá hiện tại: 35.050

Giá mục tiêu: 42.300

Tăng: +20,9%

Khuyến nghị
MUA
TRIỂN VỌNG DÀI HẠN KHẢ QUAN NHỜ HƯỞNG LỢI VỀ CHÈNH LỆCH THUẾ SUẤT TẠI THỊ TRƯỜNG MỸ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu FMC với giá mục tiêu là **42.300 VND/cp**, cao hơn **+20,9%** so với giá đóng cửa ngày 23/12/2025 bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền. Các luận điểm đầu tư như sau:

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ
Triển vọng ngắn hạn chứng lại do ảnh hưởng thuế đối ứng tại thị trường Mỹ

Doanh thu xuất khẩu tôm (chiếm ~97% doanh thu) và lợi nhuận sau thuế năm 2025 ước tính lần lượt đạt 8.489 tỷ đồng (+22,8% YoY) và 281 tỷ đồng (-8,2% YoY). Cụ thể:

Tại Mỹ (chiếm ~50% doanh thu) tăng trưởng tích cực nhờ nhu cầu tích trữ tăng trước khi chịu thuế đối ứng và thuế chống bán phá giá cao. Tuy nhiên, lợi nhuận sau thuế của FMC năm 2025 ước tính giảm chủ yếu do phát sinh (i) chi phí thuế chống trợ cấp với thuế suất 2,84% kể từ cuối Q4/2024 và (ii) chi phí thuế đối ứng với mức thuế suất 20% kể từ Q3/2025 tại thị trường Mỹ.

Tại Nhật Bản (chiếm ~20% doanh thu) kém khả quan với doanh thu ước tính giảm -5,4% YoY do (1) Cạnh tranh với các quốc gia xuất khẩu dịch chuyển từ thị trường Mỹ khi gặp bất lợi về thuế suất và (2) Nhu cầu tiêu thụ nội địa suy yếu trong bối cảnh lạm phát cao.

Biên lợi nhuận gộp của FMC năm 2025 dự kiến cải thiện +0,4 đpt YoY nhờ (1) Giá xuất khẩu bình quân tăng +5,5% YoY khi tỷ trọng đóng góp từ thị trường Mỹ với giá xuất khẩu tăng nhờ nhu cầu tích trữ trước khi chịu thuế và (2) Giá vốn bình quân tăng +5,0% YoY, tăng trưởng thấp hơn giá tôm nguyên liệu trên thị trường (~+20% YoY), nhờ kết quả nuôi tôm tự chủ tốt giúp giảm thiểu giá thành sản xuất.

Triển vọng dài hạn khả quan nhờ (1) Tôm Việt Nam hưởng lợi về chênh lệch thuế suất tại thị trường Mỹ và (2) Duy trì lợi thế cạnh tranh với các sản phẩm chế biến sâu tại các thị trường xuất khẩu như Nhật Bản.

RỦI RO ĐẦU TƯ

Kết quả chính thức thuế suất chống bán phá giá và thuế chống trợ cấp tại thị trường Mỹ ([Chi tiết](#)).

Giá tôm nguyên liệu dự kiến tăng cao trong bối cảnh thiếu hụt nguồn cung ([Chi tiết](#)).

A. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1. Lịch sử hình thành



Công ty cổ phần Thực phẩm Sao Ta (HSX: FMC) được thành lập năm 1995 tại thành phố Cần Thơ (thuộc tỉnh Sóc Trăng cũ) với vốn điều lệ ban đầu khoảng 20 tỷ đồng.

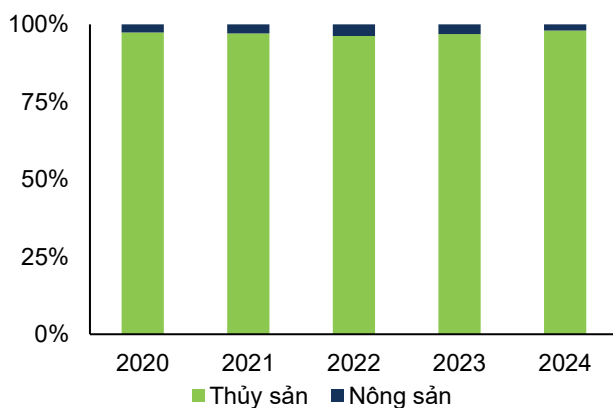
Năm 2006, CTCP Thực phẩm Sao Ta được niêm yết lần đầu trên Sàn Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSX) với mã chứng khoán FMC. Tại Q3/2025, vốn điều lệ của FMC đạt 654 tỷ đồng, tăng +3.170,0% so với lần đầu được niêm yết.

FMC chủ yếu kinh doanh thủy sản (đóng góp ~97% doanh thu hằng năm) với sản phẩm chủ lực về tôm. Cụ thể, các sản phẩm thủy sản của FMC bao gồm (1) Tôm đông lạnh với hàm lượng chế biến thấp (chiếm ~35% doanh thu mảng) và (2) Tôm chế biến sâu như tôm hấp chín, tôm tẩm bột,... (chiếm ~65% doanh thu mảng).

Các sản phẩm tôm của FMC chủ yếu được xuất khẩu, đóng góp ~97% tổng doanh thu hằng năm. Trong đó, Mỹ và Nhật Bản là các thị trường xuất khẩu chủ lực của FMC với tỷ trọng lần lượt đạt 32% và 28% trong giai đoạn 2023 - 2024.

Biểu đồ 1 - Mảng thủy sản đóng góp tỷ trọng chủ yếu trong doanh thu thuần của FMC

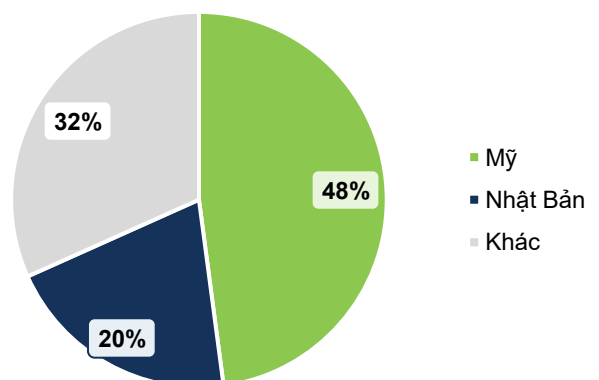
Cơ cấu doanh thu theo mảng



Nguồn: FMC, FPTS tổng hợp và ước tính

Biểu đồ 2 - Mỹ và Nhật Bản là các thị trường xuất khẩu tôm chủ lực của FMC*

Cơ cấu doanh thu theo thị trường FMC



(*) Dữ liệu ước tính đến 9 tháng 2025

Nguồn: FMC, FPTS tổng hợp và ước tính

FMC có quy mô xuất khẩu tôm lớn thứ ba toàn ngành¹ tại Việt Nam và sở hữu lợi thế về sản xuất tôm chế biến sâu². Theo đó, doanh thu xuất khẩu tôm của FMC ước tính tăng trưởng với CAGR = +8,8%/năm trong 2018 – 2024 dù kim ngạch xuất khẩu toàn ngành đi ngang trong cùng giai đoạn với CAGR = +1,5%/năm.

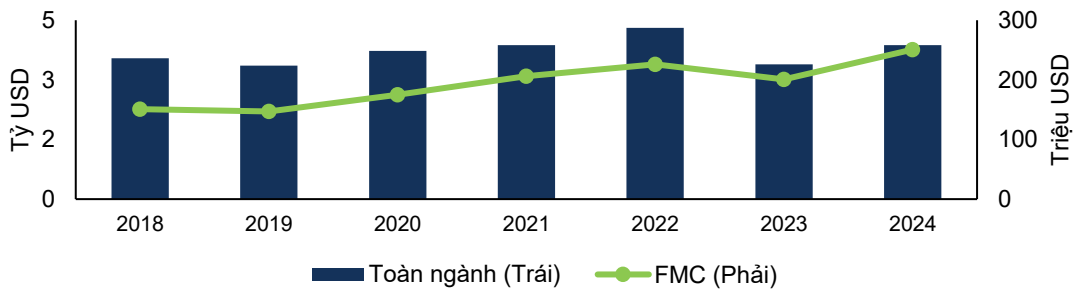
Các sản phẩm tôm chế biến sâu chiếm ~65% doanh thu xuất khẩu hằng năm của FMC với giá trị kinh tế cao như tôm ép duỗi, tôm hấp chín, tôm tẩm bột... Trong khi đó, Việt Nam chủ yếu xuất khẩu tôm đông lạnh³ (chiếm ~60% kim ngạch xuất khẩu hằng năm) kém cạnh tranh trên thị trường xuất khẩu do giá thành sản xuất cao khi (i) chưa tự chủ được con giống, thức ăn và (ii) tỷ lệ tôm sống sót thấp bởi ảnh hưởng dịch bệnh và thời tiết so với các quốc gia như Ấn Độ, Indonesia và Ecuador.

¹ Theo VASEP, 3 doanh nghiệp xuất khẩu tôm lớn nhất Việt Nam trong năm 2024 lần lượt là CTCP Thủy sản Sóc Trăng (Stapimex), CTCP Tập đoàn Thủy sản Minh Phú (HSX: MPC) và CTCP Thực phẩm Sao Ta (HSX: FMC)

² Tôm chế biến (HS1605): Tôm đã trải qua công đoạn chế biến nhiệt hoặc tẩm ướp tẩm ướp, sản phẩm chỉ cần làm nóng hoặc chiên đơn giản có thể dùng ngay. Các mặt hàng phổ biến bao gồm tôm hấp chín, tôm tẩm bột tươi, tôm chiên...

³ Tôm đông lạnh (HS0306): Tôm có mức độ chế biến thấp (bóc vỏ, bỏ đầu,...) và cần chế biến thêm. Các mặt hàng phổ biến như tôm HOSO (đông lạnh nguyên con), tôm HLSO (bỏ đầu, giữ vỏ đông lạnh), tôm PTO (bỏ đầu, bỏ vỏ, chưa đông lạnh),...

Biểu đồ 3 – Doanh thu FMC tăng mạnh nhờ lợi thế tôm chế biến sâu trong khi toàn ngành đi ngang
Kim ngạch xuất khẩu tôm Việt Nam và doanh thu xuất khẩu của FMC

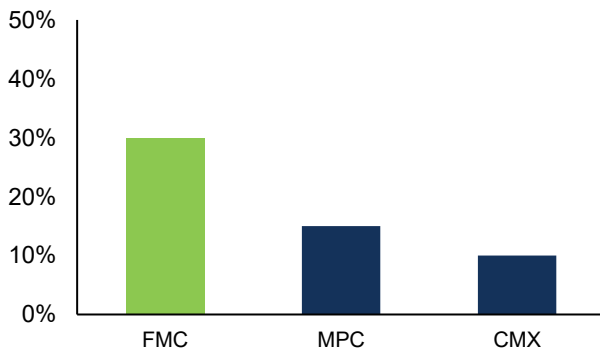


Nguồn: FPTIS tổng hợp và ước tính

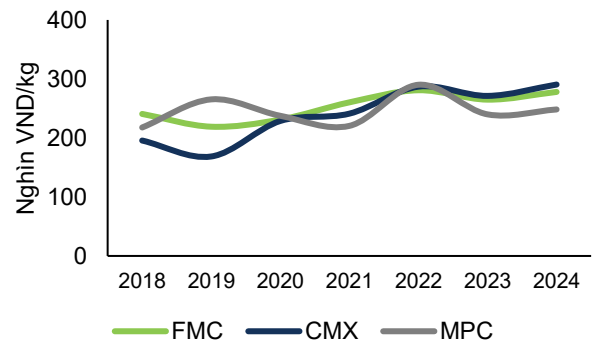
Bên cạnh đó, FMC duy trì tỷ lệ tự chủ tôm nguyên liệu cao tuy nhiên hiệu quả về chi phí chưa ổn định. Tính đến Q3/2025, FMC có tỷ lệ chủ tôm nguyên liệu tự chủ cao nhất toàn ngành đạt 30% nhờ sở hữu vùng nuôi tôm rộng hơn 500 ha giúp doanh nghiệp. Đồng thời, FMC được đảm bảo chất lượng về thức ăn và con giống cao nhất nhờ hỗ trợ từ CTCP Chăn nuôi C.P Việt Nam.

Chúng tôi nhận thấy giá vốn bình quân của FMC không chênh lệch đáng kể và duy trì tốt hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành do (1) CTCP Chăn nuôi C.P Việt Nam không phân biệt giữa FMC với các nhà tiêu thụ khác trên thị trường và (2) Các vụ tôm chịu ảnh hưởng trực tiếp từ dịch bệnh và thời tiết cực đoan vốn khó kiểm soát trong nuôi trồng. Do đó, FMC vẫn sẽ phụ thuộc phần lớn vào giá tôm nguyên liệu trên thị trường.

Biểu đồ 4 - FMC có tỷ lệ tự chủ tôm nguyên liệu trung bình cao nhất toàn ngành tuy nhiên... hiệu quả chi phí tính giá vốn bình quân chưa ổn định do chịu ảnh hưởng của dịch bệnh và thời tiết



Nguồn: FPTIS tổng hợp và ước tính

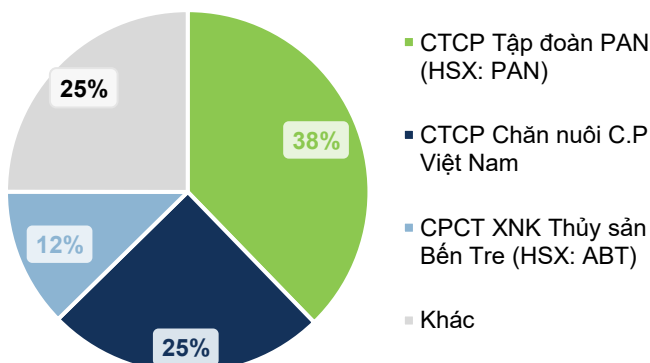


Nguồn: FPTIS tổng hợp và ước tính

Về mức độ công bố thông tin, FMC hiện công bố tổng quan về tình hình sản xuất và kinh doanh ở mảng thủy sản và nông sản, do đó các số liệu về cơ cấu được sử dụng phần lớn được chuyên viên ước tính.

2. Cơ cấu cổ đông

Biểu đồ 5 - CTCP Tập đoàn PAN (HSX: PAN) là cổ đông lớn nhất của FMC



Nguồn: FMC, FPTIS tổng hợp

FMC là công ty con trực thuộc CTCP Tập đoàn PAN (HSX: PAN). Trong đó, PAN và ABT (công ty con của PAN) sở hữu khoảng 50,1% cổ phần có vai trò định hướng chiến lược phát triển của FMC.

Bên cạnh đó, CTCP Chăn nuôi C.P Việt Nam là cổ đông lớn thứ 2 của FMC với tổng số cổ phần sở hữu đạt 25% kể từ cuối năm 2021 đến nay. Với thế mạnh là công ty chăn nuôi lớn nhất Việt Nam, C.P Việt Nam đóng vai trò hỗ trợ tôm giống và thức ăn chăn nuôi cho các vùng nuôi tôm nguyên liệu của FMC.

3. Cơ cấu tổ chức

FMC sở hữu 2 công ty con hoạt động tập trung ở lĩnh vực sản xuất và chế biến thực phẩm:

Bảng 1 - Cơ cấu tổ chức của FMC

Tên công ty	Hoạt động kinh doanh chính	Vốn góp (Tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu
CTCP Thực phẩm Khang An	(+) Chế biến, bảo quản thủy sản	180	51,5%
	(+) Mua bán lương thực, thực phẩm, nông sản sơ chế và sản xuất		
	(+) Xuất khẩu tiêu thụ hàng nông sản		
Công ty TNHH Vĩnh Thuận	Nuôi trồng thủy sản	199	99,1%

Nguồn: FMC, FPTS tổng hợp

B. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH Q3/2025 VÀ 9T2025 CỦA FMC

Trong Q3/2025, FMC ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực với doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 2.984 tỷ đồng (+4,9% YoY) và 97 tỷ đồng (+22,0% YoY). Cụ thể ở bảng sau:

Chỉ tiêu	Q3/2025	%YoY	9T2025	%YoY	%KH 2025	Nhận xét
Doanh thu thuần	2.984	+4,9%	6.850	+23,5%	104,8%	Doanh thu thuần trong Q3/2025 tăng nhẹ chủ yếu nhờ tôm Việt Nam hưởng lợi về chênh lệch thuế suất so với Ấn Độ tại thị trường Mỹ (chiếm ~50% doanh thu).
Mảng tôm	2.944	+5,1%	6.755	+44,5%		
Mảng nông sản	40	-9,1%	95	-16,2%		
Lợi nhuận gộp	418	+36,0%	743	+36,4%		Biên lợi nhuận gộp trong Q3/2025 tăng đáng kể +3,2 đpt YoY chủ yếu nhờ (1) Xuất khẩu tại Mỹ với giá xuất khẩu cao duy trì tăng trưởng trong bối cảnh hưởng lợi về thuế suất và (2) Giá vốn hàng bán giảm nhờ quyết toán tôm tự nuôi thành công trong tháng 02/2025.
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>14,0%</i>	<i>+3,2 đpt</i>	<i>10,8%</i>	<i>+1,0 đpt</i>		
Chi phí bán hàng	316	+87,4%	511	+99,1%		Chi phí bán hàng trong Q3/2025 tăng mạnh chủ yếu do phát sinh mới chi phí thuế đối ứng đạt 136 tỷ đồng (chiếm ~43% chi phí bán hàng) theo Sắc lệnh Hành pháp điều chỉnh chính sách Thuế đối ứng đầu tháng 07/2025, chiếm 20% giá trị xuất khẩu sang thị trường Mỹ.
<i>Chi phí bán hàng/ Doanh thu thuần</i>	<i>10,6%</i>	<i>+4,7 đpt</i>	<i>7,5%</i>	<i>+2,9 đpt</i>		
Lợi nhuận từ HĐKD	79	-32,6%	166	-26,3%		
Doanh thu tài chính	43	+383,1%	122	+133,8%		Doanh thu tài chính trong Q3/2025 tăng mạnh nhờ (1) Lãi tiền gửi tăng +327,0% YoY khi tiền gửi ngân hàng tăng mạnh kể từ Q4/2024 và (2) Lãi chênh lệch tỷ giá tăng +432,7% YoY khi tỷ giá USD/VND tăng +3,7% YoY.
Chi phí tài chính	15	-59,2%	44	-4,2%		Chi phí lãi vay tăng mạnh +96,2% YoY do nợ vay ngắn hạn tăng +64,3% YoY, nâng tỷ lệ nợ vay/ tổng tài sản lên 36,3% (+13,1 đpt YoY).
<i>Chi phí lãi vay</i>	<i>14</i>	<i>+96,2%</i>	<i>35</i>	<i>+115,9%</i>		
Lợi nhuận trước thuế	108	+19,0%	245	+5,7%	58,3%	
Lợi nhuận sau thuế	97	+22,0%	207	+5,9%		

Đơn vị: Tỷ đồng

Nguồn: FMC, FPTS tổng hợp và ước tính

Lũy kế 9 tháng đầu năm 2025, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của FMC lần lượt ghi nhận đạt 6.850 tỷ đồng (+23,5% YoY) và 207 tỷ đồng (+5,9% YoY). Đáng chú ý, lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh trong 9 tháng đầu năm 2025 ghi nhận 166 tỷ đồng, giảm mạnh -26,3% YoY, chủ yếu do phát sinh chi phí thuế đối ứng tại thị trường Mỹ. Theo đó, tỷ lệ hoàn thành kế hoạch doanh thu thuần và lợi nhuận trước thuế của FMC tính đến 9 tháng 2025 lần lượt đạt 104,8% và 58,3%.

1. Doanh thu xuất khẩu tăng trưởng tích cực chủ yếu nhờ nhu cầu chạy đơn tăng kể từ Q2/2025 trước khi chịu thuế suất và hưởng lợi về chênh lệch thuế suất tại thị trường Mỹ

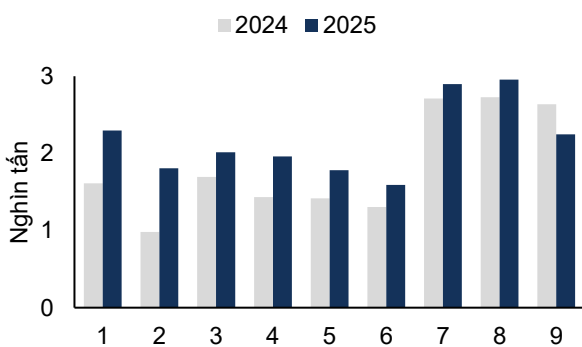
Lũy kế 9 tháng đầu năm 2025, doanh thu xuất khẩu tôm của FMC ước tính đạt 6.407 tỷ đồng (+36,1% YoY) chủ yếu nhờ nhu cầu chạy đơn tại Mỹ tăng mạnh diễn ra trong Q2/2025.

1.1. Mỹ (chiếm ~50% doanh thu): Doanh thu tăng mạnh nhờ nhu cầu chạy đơn trước mức thuế suất cao

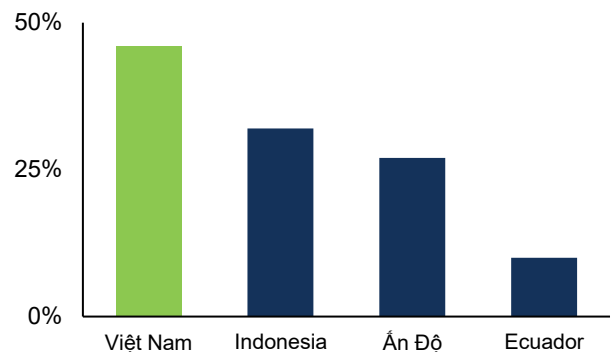
Doanh thu xuất khẩu tại thị trường Mỹ trong 9T2025 ước đạt 2.883 tỷ đồng, tăng mạnh +65,9%. Trong đó, động lực tăng trưởng chủ yếu nhờ (1) Nhu cầu nhập khẩu tích trữ tăng mạnh trước khi Việt Nam phải chịu thuế suất đối ứng cao trong Q2/2025 theo Sắc lệnh ngày 02/04/2025 và (2) Tôm Việt Nam tăng khả năng cạnh tranh về giá khi chịu thuế chống trợ cấp thấp hơn so Ấn Độ, Ecuador theo kết quả cuối cùng gần nhất của Bộ Thương mại Mỹ ([Phụ lục 1](#)).

Biểu đồ 6 - Sản lượng xuất khẩu trong 9T2025 được thúc đẩy bởi nhu cầu tích trữ tại Mỹ khi...

... Sắc lệnh Thuế đối ứng Mỹ ngày 02/04/2025 đặt mức thuế Việt Nam rất cao được tạm hoãn 90 ngày



Nguồn: FMC, FPTS tổng hợp



(*) Ecuador không chịu mức thuế riêng theo Sắc lệnh

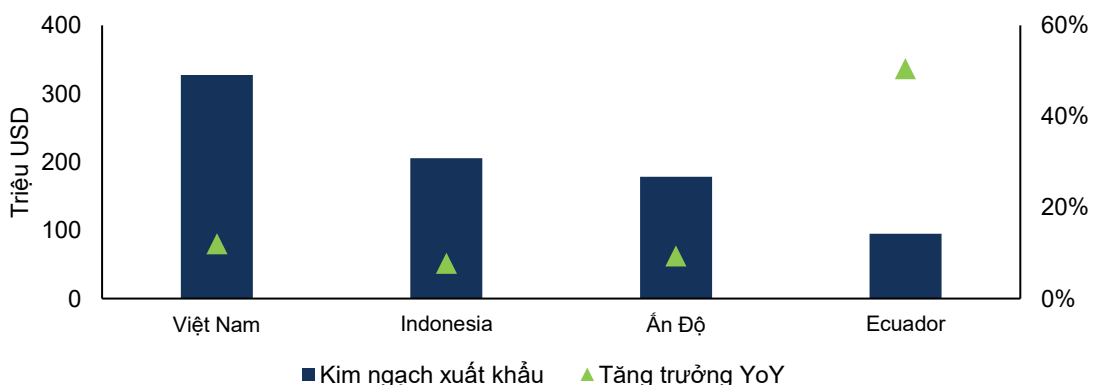
Nguồn: FPTS tổng hợp

Xét riêng Q3/2025, doanh thu xuất khẩu của FMC sang thị trường Mỹ ước tính tăng ~+33% YoY chủ yếu nhờ (1) Tôm Việt Nam tăng mạnh khả năng cạnh tranh về giá so với Ấn Độ khi chịu tổng thuế suất thấp hơn 33 đpt ([Chi tiết](#)) và (2) Đẩy mạnh đơn hàng xuất khẩu trước khi có kết quả thuế chống bán phá giá tại thị trường Mỹ ([Chi tiết](#)).

1.2. Thị trường Nhật Bản (chiếm ~20% doanh thu): Giá trị xuất khẩu giảm do cạnh tranh với nguồn cung tôm chuyển dịch từ các quốc gia xuất khẩu cạnh tranh tại thị trường Mỹ

Doanh thu xuất khẩu tại thị trường Nhật Bản trong 9T2025 ước tính đạt 1.281 tỷ đồng, giảm mạnh -11,9%. Nguyên nhân chủ yếu là do tôm Việt Nam phải cạnh tranh gay gắt với nguồn cung giá rẻ dịch chuyển từ thị trường Mỹ của Ấn Độ, Indonesia và Ecuador. Cụ thể, kể từ quý II/2025, các quốc gia này đã chuyển hướng xuất khẩu sang những thị trường châu Âu và Đông Á.

Biểu đồ 7 - Tôm đông lạnh Việt Nam cạnh tranh với nguồn cung tôm giá rẻ từ Ecuador trong 8T2025



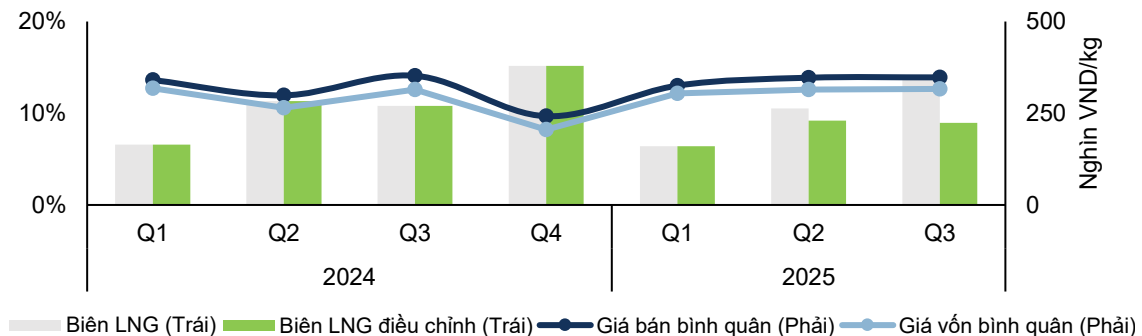
Nguồn: ITC, FPTS tổng hợp và ước tính

2. Biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ khi doanh nghiệp chia sẻ một phần thuế đối ứng tại thị trường Mỹ và chi phí tôm nguyên liệu tăng nhẹ trong bối cảnh nguồn cung hạn chế

Biên lợi nhuận gộp của FMC trong Q3/2025 đạt 14,0% (+3,0 đpt YoY), tuy nhiên chủ yếu mang tính kế toán do ảnh hưởng từ điều khoản DDP⁴ tại thị trường Mỹ. Sau điều chỉnh loại trừ ảnh hưởng này **biên lợi nhuận gộp điều chỉnh trong Q3/2025 ước tính đạt 9,0% (-1,9 đpt YoY)** chủ yếu do (1) Giá bán giảm nhẹ nhằm chia sẻ chi phí thuế đối ứng tại thị trường Mỹ và (2) Giá vốn bình quân tăng nhẹ trong bối cảnh nguồn cung nguyên liệu khan hiếm. Cụ thể:

- **Với giá bán**, giá bán bình quân tôm thành phẩm ước tính giảm -1,3% YoY chủ yếu do FMC chia sẻ một phần chi phí thuế đối ứng với các đối tác tại thị trường Mỹ. Trong khi đó, giá bán vẫn được neo ở mức giá cao do nhu cầu tại Mỹ gia tăng khi tôm Việt Nam hưởng lợi về chênh lệch thuế suất so với Ấn Độ và tiếp tục tích trữ trước khi có kết quả thuế chống bán phá giá trong tháng 12/2025.
- **Với giá vốn**, giá vốn bình quân ước tính đạt 347.760 đồng/kg thành phẩm, tăng nhẹ +0,8% YoY và tăng trưởng thấp hơn giá tôm nguyên liệu trên thị trường (+20,9% YoY) do FMC quyết toán vụ tôm tự nuôi trong tháng 02/2025 giúp giảm thiểu giá vốn. Trong khi đó, giá tôm nguyên liệu thị trường tăng mạnh bởi nguồn cung tôm hạn chế (i) sau giai đoạn chạy đơn tại Mỹ và (ii) dịch bệnh phân trắng diễn biến phức tạp.

Biểu đồ 8 - Biên lợi nhuận gộp điều chỉnh giảm nhẹ trong bối cảnh FMC chia sẻ chi phí đối ứng với các đối tác tại thị trường Mỹ và chi phí tôm nguyên liệu tăng nhẹ khi thiếu hụt nguồn cung



Nguồn: FMC, FPTS tổng hợp và ước tính

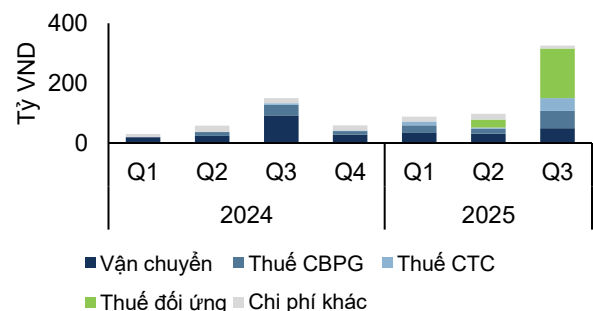
3. Lợi nhuận hoạt động kinh doanh giảm mạnh do phát sinh mới chi phí thuế đối ứng tại thị trường Mỹ

Lợi nhuận hoạt động của FMC trong Q3/2025 ghi nhận đạt 79 tỷ đồng (-32,6% YoY) và biên lợi nhuận hoạt động kinh doanh ước tính đạt 2,7% (-1,4 đpt). Nguyên nhân sụt giảm chủ yếu đến từ chi phí thuế đối ứng phát sinh mà FMC phải nộp khi giao hàng theo điều kiện DDP tại thị trường Mỹ ghi nhận đạt 166 tỷ đồng (chiếm ~50% chi phí bán hàng) kể từ đầu tháng 04/2025 trở đi. Theo đó, FMC chịu thuế suất 10% trong Q2/2025 và thuế suất 20% theo Sắc lệnh Hành pháp điều chỉnh chính sách Thuế đối ứng đầu tháng 07/2025.

Biểu đồ 9 - Lợi nhuận hoạt động kinh doanh trong Q3/2025 giảm mạnh so với cùng kỳ do... ... phát sinh mới chi phí thuế đối ứng tại thị trường Mỹ kể từ Q2/2025 trở đi



Nguồn: FMC, FPTS tổng hợp và ước tính



Nguồn: FMC, FPTS tổng hợp và ước tính

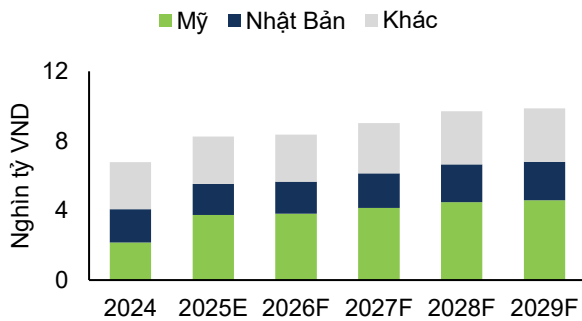
⁴ Delivered Duty Paid (DDP) là điều kiện giao hàng mà người bán giao hàng khi đã thông quan nhập khẩu cho hàng hóa (chịu toàn bộ trách nhiệm, chi phí, thủ tục, thuế và phí) trên phương tiện vận tải và sẵn sàng để dỡ tại địa điểm cuối cùng người mua yêu cầu.

C. TRIỂN VỌNG KINH DOANH VÀ RỦI RO ĐẦU TƯ CỦA FMC

I. TRIỂN VỌNG KINH DOANH CỦA FMC

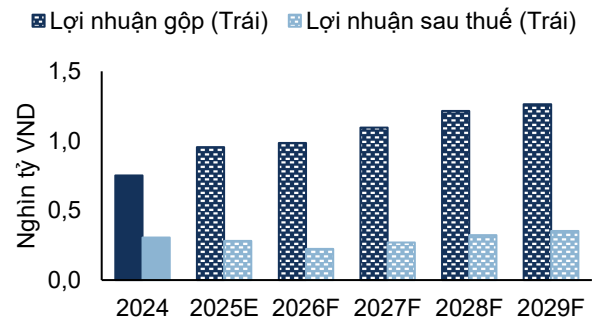
Doanh thu thuần của FMC dự kiến tăng trưởng tích cực trong giai đoạn 2025F – 2029F. Trong đó, doanh thu thuần năm 2025 ước đạt 8.489 tỷ đồng (+22,8% YoY) và tăng trưởng với CAGR = +4,6%/năm trong tới 2029F, chủ yếu đến từ tình hình kinh doanh khả quan tại thị trường Mỹ nhờ hưởng lợi về chênh lệch thuế suất trong bối cảnh thuế suất tăng cao.

Biểu đồ 10 - Doanh thu FMC dự phóng tăng trưởng tích cực được dẫn dắt bởi thị trường Mỹ



Nguồn: FTPS dự phóng

Biểu đồ 11 - Dự phóng lợi nhuận gộp và lợi nhuận sau thuế tăng trưởng tích cực trong dài hạn



Nguồn: FPTPS dự phóng

Lợi nhuận sau thuế của FMC trong giai đoạn 2025F – 2026F dự kiến giảm trước khi tăng trưởng trong dài hạn. Trong giai đoạn 2025F – 2026F, lợi nhuận sau thuế lần lượt dự phóng đạt 281 tỷ đồng (-8,2% YoY) và 229 tỷ đồng (-18,1% YoY) chủ yếu do phát sinh (i) chi phí thuế chống trợ cấp tại thị trường Mỹ với mức thuế suất 2,84% kể từ cuối Q4/2024 và (ii) chi phí thuế đối ứng tại thị trường Mỹ với mức thuế suất 20% kể từ Q3/2025. Động lực tăng trưởng của FMC trong giai đoạn 2025F – 2029F đến từ (1) Tôm Việt Nam hưởng lợi về chênh lệch thuế suất tại Mỹ và (2) Duy trì lợi thế cạnh tranh với các sản phẩm chế biến sâu tại các thị trường xuất khẩu. Các giả định dự phóng hoạt động kinh doanh của FMC trong giai đoạn 2025F – 2029F được trình bày trong bảng sau:

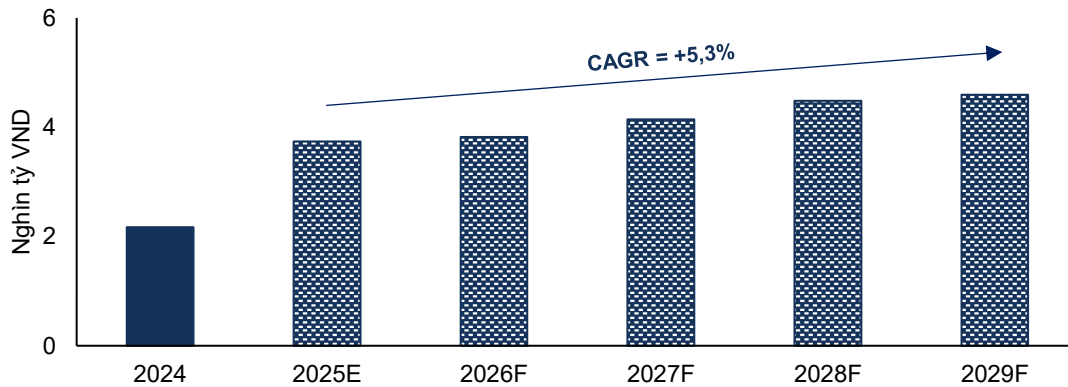
Chỉ tiêu	2025	2025 – 2029F	Giả định
Doanh thu Thuần	+22,8%	+4,6%	Doanh thu thuần của FMC trong giai đoạn 2025F – 2029F dự kiến tăng +22,8% YoY (2025) và tăng trưởng với CAGR = +4,6%/năm. Động lực tăng trưởng đến từ triển vọng xuất khẩu tích cực tại thị trường Mỹ khi nhu cầu tích trữ hàng tăng mạnh bởi (i) môi trường thuế suất tăng cao và (ii) hưởng lợi chênh lệch thuế suất so với các quốc gia xuất khẩu cạnh tranh.
Biên lợi nhuận gộp	11,3%	11,1% - 12,4%	Biên lợi nhuận gộp năm 2025F ước tính cải thiện +0,4 đpt YoY chủ yếu nhờ giá bán bình quân tăng 5,5% YoY khi tỷ trọng đóng góp từ thị trường Mỹ với giá bán cao gia tăng (từ nhu cầu tích trữ tăng trước khi chịu thuế đối ứng và thuế chống bán phá giá). Cùng với đó, giá vốn bình quân ước tính tăng +5,0% YoY, thấp hơn tăng trưởng giá tôm nguyên liệu thị trường, nhờ tình hình nuôi tôm tự chủ trái vụ thành công giúp giảm thiểu giá vốn. Biên lợi nhuận gộp năm 2029F ước tính cải thiện +1,1 đpt so với năm 2025 chủ yếu nhờ giá tôm nguyên liệu ổn định khi nguồn cung kỳ vọng cải thiện tích cực theo Chương trình Quốc gia phát triển nuôi trồng thủy sản.
Lợi nhuận trước thuế	-21,9%	+5,8%	Lợi nhuận trước thuế năm 2025 được dự phóng dựa trên giả định (1) Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu thuần đạt 7,2% (+2,9 đpt YoY) do phát sinh mới chi phí thuế chống trợ cấp và thuế đối ứng và (2) Tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu thuần đạt 1,3%. Chúng tôi giữ nguyên giả định tỷ lệ chi phí trên trong giai đoạn 2025F – 2029F.
Lợi nhuận sau thuế	-8,2%	+6,0%	Lợi nhuận sau thuế năm 2025 tương ứng giảm -8,2% YoY và tăng trưởng với CAGR = +5,8%/năm tới 2029F.

1. Doanh thu tôm xuất khẩu dự kiến tăng trưởng trong dài hạn nhờ hưởng lợi về chênh lệch thuế suất

1.1. Thị trường Mỹ (~50% doanh thu): Duy trì tăng trưởng nhờ hưởng lợi về chênh lệch thuế suất và lợi thế về tôm chế biến sâu

Doanh thu xuất khẩu tại thị trường Mỹ ước tính tăng +72,3% YoY năm 2025 và tăng trưởng với CAGR = +5,3%/năm tới 2029F. Trong đó, động lực tăng trưởng được đến từ (1) Hưởng lợi về chênh lệch thuế suất so với các quốc gia xuất khẩu cạnh tranh và (2) Nguồn cung tôm từ Indonesia bị hạn chế.

Biểu đồ 12 - Doanh thu xuất khẩu sang thị trường Mỹ tăng trưởng tích cực trong giai đoạn dự phóng

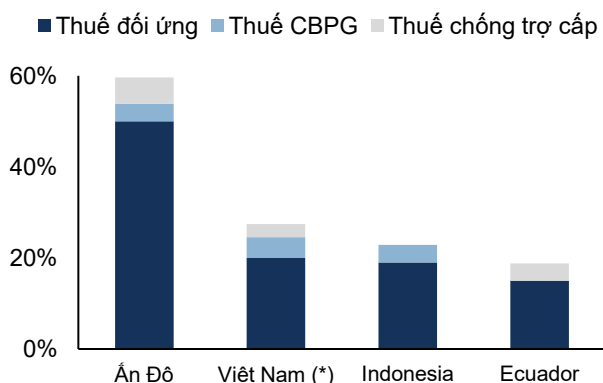


Nguồn: FPTPS dự phóng

Về việc hưởng lợi chênh lệch thuế suất: Tôm Việt Nam kỳ vọng tăng mạnh khả năng cạnh tranh về giá so với Ấn Độ khi chịu tổng mức thuế suất⁵ ~60%, thấp hơn 33 đpt so với Ấn Độ⁶. Theo Crisil, kim ngạch xuất khẩu tôm Ấn Độ dự kiến giảm ~16,5% YoY trong năm 2025 do chênh lệch thuế suất cao với các quốc gia khác, trong đó Việt Nam là nhà cung cấp tiềm năng với mức thuế suất thấp hơn. Với Ecuador và Indonesia, chúng tôi kỳ vọng tôm Việt Nam duy trì khả năng cạnh tranh về giá mặc dù có thuế suất cao hơn 5 – 7 đpt chủ yếu do sở hữu lợi thế về sản phẩm tôm chế biến sâu trong khi mức độ đầu tư của các quốc gia cạnh tranh còn hạn chế ([Quay lại](#)).

Về việc nguồn cung tôm từ Indonesia bị hạn chế: Cơ quan Quản lý Thực phẩm và Dược phẩm Hoa Kỳ (FDA - Food and Drug Administration) đã ban hành lệnh cấm nhập khẩu bắt buộc đối với các sản phẩm tôm và thủy sản được áp dụng từ tháng 10/2025 do phát hiện phóng xạ Cesium-137 tại các khu vực có nguy cơ của Indonesia. Do đó, chúng tôi kỳ vọng FMC sẽ mở rộng xuất khẩu tại Mỹ khi các nhà nhập khẩu tìm kiếm nguồn cung thay thế.

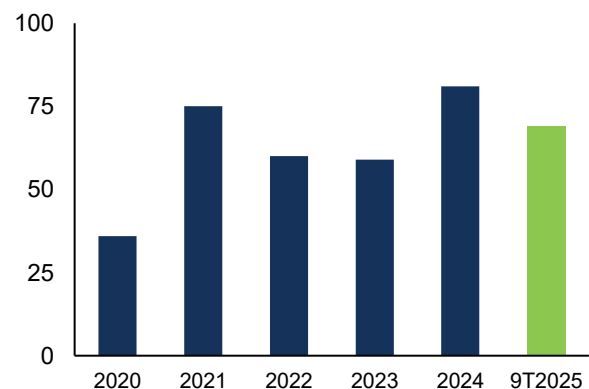
Biểu đồ 13 - Tôm Việt Nam tăng khả năng cạnh tranh với Ấn Độ nhờ hưởng lợi về chênh lệch thuế



(*) Thuế chống bán phá giá giả định đạt 4,58%

Nguồn: FPTPS tổng hợp

Biểu đồ 14 - Số vụ FDA từ chối tôm nhập khẩu liên quan về tiêu chuẩn sức khỏe tăng trong 9T2025



Nguồn: FPTPS tổng hợp

⁵ Các loại thuế tôm Việt Nam phải chịu tại Mỹ gồm (1) Thuế đối ứng theo Sắc lệnh tại ngày 31/07/2025; (2) Thuế chống bán phá giá (CBPG) và (3) Thuế chống trợ cấp hằng năm được đánh giá bởi Bộ Thương Mại Mỹ.

⁶ Thuế suất đối ứng 50% Ấn Độ phải chịu tại thị trường Mỹ bao gồm (1) 25% theo Sắc lệnh ngày 31/07/2025 và (2) 25% bổ sung thêm liên quan đến việc New Delhi mua dầu từ Nga kể từ ngày 27/08/2025.

Tôm Việt Nam và FMC sẽ tăng mạnh khả năng cạnh tranh về giá tại Mỹ trong trường hợp tôm Việt Nam nằm trong danh mục các sản phẩm được miễn thuế. Cụ thể:

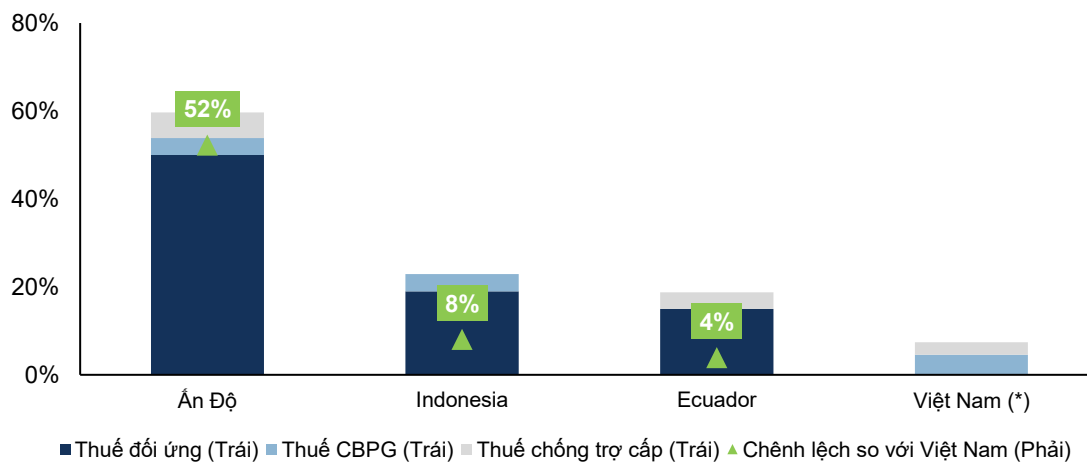
Ngày 26/10/2025, Việt Nam và Mỹ công bố tuyên bố chung về khuôn khổ Hiệp định thương mại đối ứng, công bằng và cân bằng nhân dịp gặp gỡ lãnh đạo hai bên khi tham dự Hội nghị Cấp cao ASEAN lần thứ 47 tại Malaysia.

Theo đó, Việt Nam và Mỹ hướng tới tạo điều kiện cho hàng hoá xuất khẩu đôi bên tiếp cận thị trường thông qua xử lý các rào cản thuế quan và phi thuế quan. Việt Nam dự kiến mở rộng ưu đãi thị trường cho phần lớn hàng hóa công nghiệp và nông nghiệp của Mỹ. Đồng thời, Mỹ duy trì mức thuế đối ứng 20% theo Sắc lệnh Hành pháp số 14257 với hàng có xuất xứ Việt Nam, và xem xét một số sản phẩm được áp dụng mức thuế 0%.

Hiện nay, Việt Nam và Mỹ tiếp tục trao đổi để hoàn tất các nội dung về Hiệp định thương mại đối ứng để chuyển bị ký kết và tiến hành các thủ tục nội bộ cần thiết để Hiệp định có hiệu lực và kỳ vọng sẽ hoàn tất trong Q4/2025.

Chúng tôi hiện không đưa giả định trên vào mô hình định giá yếu tố trên và sẽ thực hiện điều chỉnh khi có kết quả chính thức. Trong trường hợp tôm Việt Nam được miễn thuế, chênh lệch thuế suất của tôm Việt Nam và các quốc gia xuất khẩu tại Mỹ chênh lệch ít nhất 20 đpt và với Ấn Độ chênh lệch thuế suất lên đến 52 đpt.

Biểu đồ 15 - Tôm Việt Nam tăng khả năng cạnh tranh tại Mỹ trong trường hợp được miễn thuế đối ứng



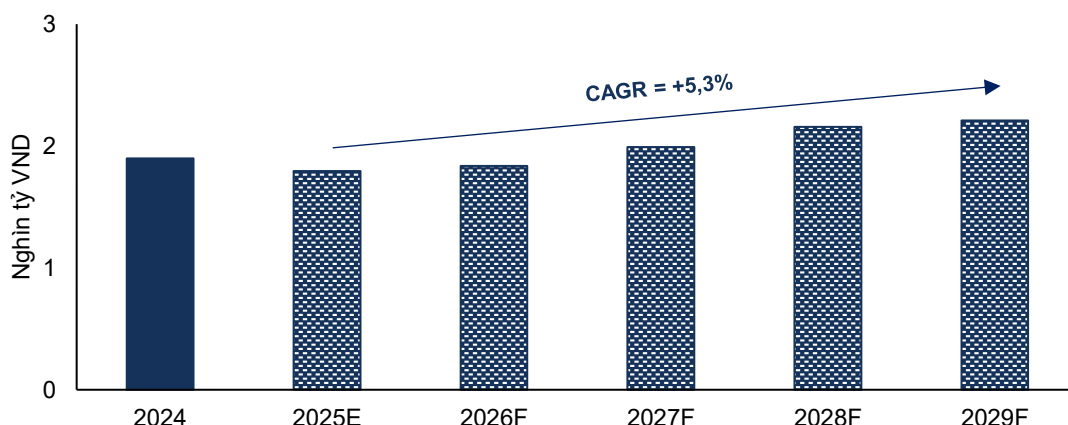
(*) Thuế chống bán phá giá giả định đạt 4,58%

Nguồn: FPTPS tổng hợp và ước tính

1.2. Thị trường Nhật Bản (~20% doanh thu): Duy trì tăng trưởng nhờ nhu cầu ổn định về tôm chế biến sâu tuy nhiên tốc độ tăng trưởng chậm lại do cạnh tranh với nguồn cung tôm dịch chuyển từ Mỹ

Doanh thu xuất khẩu tôm sang thị trường Nhật Bản của FMC năm 2025 ước tính giảm nhẹ -5,4% YoY và tăng trưởng với CAGR = +5,3%/năm trong giai đoạn 2025F – 2029F chủ yếu nhờ duy trì lợi thế cạnh tranh về tôm chế biến sâu với hệ thống đối tác lâu năm.

Biểu đồ 16 - Doanh thu xuất khẩu sang Nhật Bản tăng trưởng khả quan trong giai đoạn dự phóng

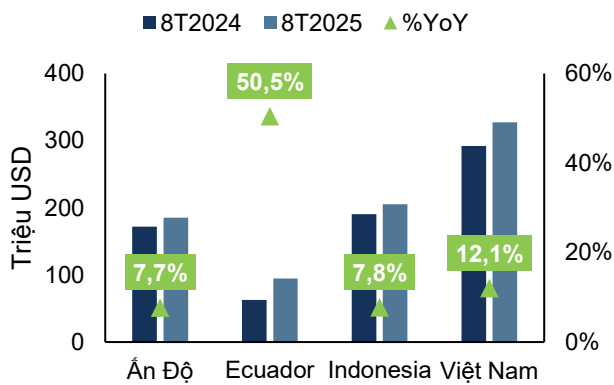


Nguồn: FPTPS dự phóng

Trong giai đoạn 2025F – 2029F, tốc độ tăng trưởng doanh thu xuất khẩu tôm sang thị trường Nhật Bản của FMC dự kiến giảm nhẹ so với giai đoạn trước. Nguyên nhân chủ yếu do FMC khó tăng giá bán khi (1) Áp lực cạnh tranh gia tăng trước xu hướng chuyển dịch ra khỏi thị trường Mỹ của Ấn Độ, Indonesia và Ecuador và (2) Nhu cầu tiêu dùng tại Nhật Bản suy yếu. Cụ thể:

- **Về áp lực cạnh tranh gia tăng**, Ecuador tăng mạnh thị phần tại Nhật Bản với nguồn cung tôm đông lạnh dồi dào giá rẻ và trong xu hướng đa dạng hóa thị trường xuất khẩu. Cùng với đó, Ấn Độ và Indonesia dần chuyển hướng xuất khẩu các sản phẩm tôm chế biến sâu từ Mỹ sang Nhật Bản khi chịu các mức thuế suất cao cùng với rào cản về kỹ thuật tăng.
- **Về nhu cầu yếu tại Nhật Bản**, nhu cầu tiêu dùng dự kiến kém khả quan trong bối cảnh lạm phát cao và đồng yên giảm giá kể từ nửa cuối năm 2025.

Biểu đồ 17 - Tôm Ecuador tăng mạnh xuất khẩu tại Nhật Bản sau khi bị ảnh hưởng tại thị trường Mỹ



Nguồn: FPTS tổng hợp

Biểu đồ 18 – Đồng JPY có xu hướng mất giá so với USD từ đầu Q2/2025

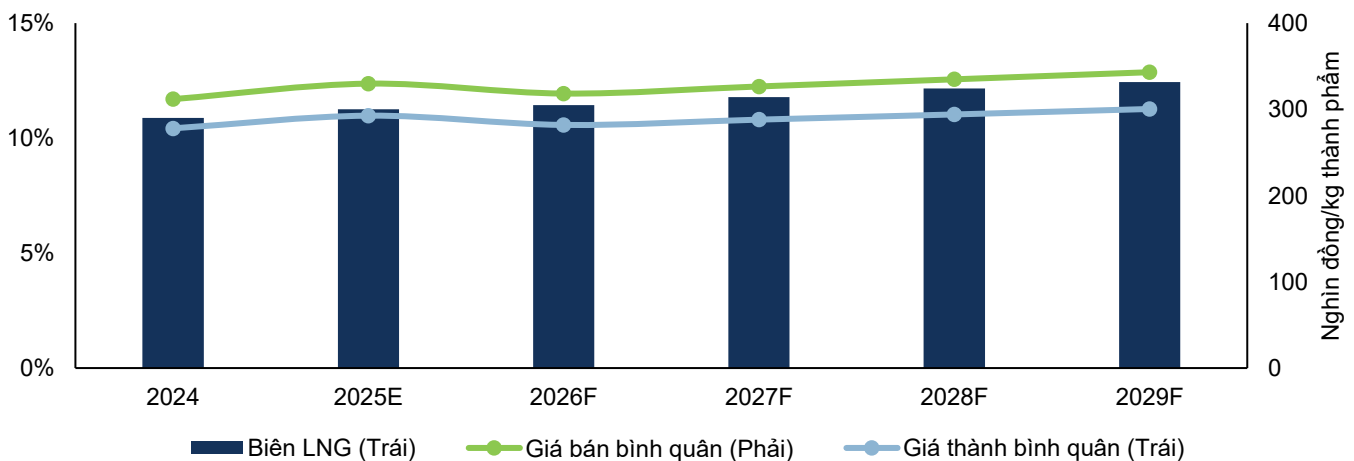


Nguồn: FPTS tổng hợp

2. Biên lợi nhuận gộp cải thiện chủ yếu nhờ giá xuất khẩu neo cao khi nhu cầu tích trữ tại Mỹ gia tăng trong môi trường thuế suất tăng cao

Biên lợi nhuận gộp của FMC trong năm 2025 được dự phóng đạt 11,3% YoY (+0,4 đpt YoY) và đạt 12,4% năm 2029 (+1,1 đpt YoY) chủ yếu nhờ giá xuất khẩu tăng với CAGR = + 1,5%/năm trong giai đoạn dự phóng. Cụ thể:

Biểu đồ 19 - Biên lợi nhuận gộp của FMC dự kiến cải thiện tích cực trong giai đoạn 2025F – 2029F chủ yếu nhờ nhu cầu tích trữ tại thị trường Mỹ gia tăng trong bối cảnh thuế suất tăng cao

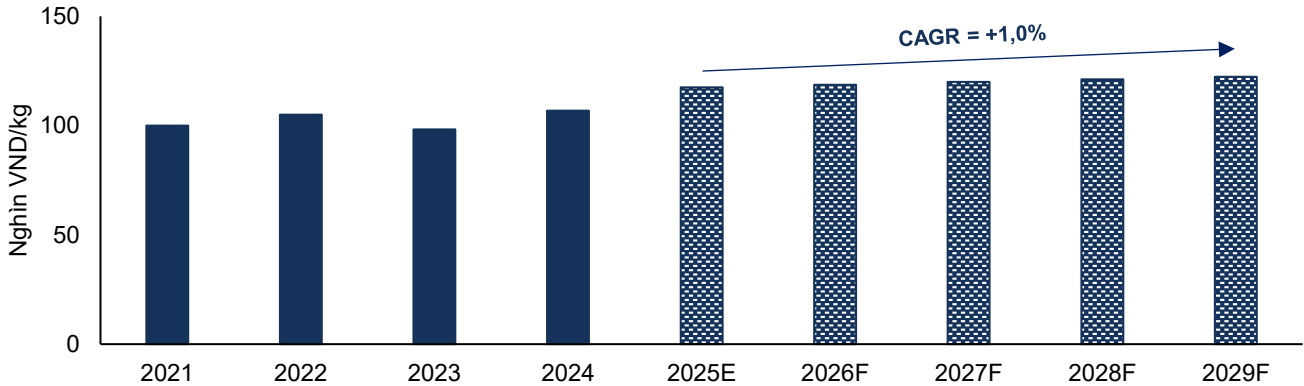


Nguồn: FPTS tổng hợp và ước tính

2.1. Giá tôm nguyên liệu dự kiến neo cao do nguồn cung hạn chế trong bối cảnh nhu cầu tích cực

Giá tôm nguyên liệu ước tính tăng +10,0% YoY trong năm 2025 và tăng trưởng với CAGR = +1,0%/năm tới 2029F. Cụ thể, giá tôm nguyên liệu dự kiến tăng cao trong năm 2025 do (1) Nguồn cung tôm hạn chế khi số lượng các hộ nuôi treo ao, bỏ nghề tăng bởi dịch bệnh và giá bán thấp dẫn đến thua lỗ ở năm 2024, ngược lại (2) Nhu cầu tăng mạnh trước thuế đối ứng và thuế chống bán phá giá tại Mỹ để chạy đơn tích trữ, đồng thời tiêu thụ duy trì tích cực tại châu Âu, Đông Á nhờ xu hướng ưa chuộng sản phẩm tiện lợi và bền vững gia tăng.

Biểu đồ 20 - Giá tôm nguyên liệu tăng nhẹ trong giai đoạn 2025F – 2029F nhờ nguồn cung nuôi trồng cải thiện, song các yếu tố đặc thù của ngành tôm Việt Nam vẫn còn hạn chế

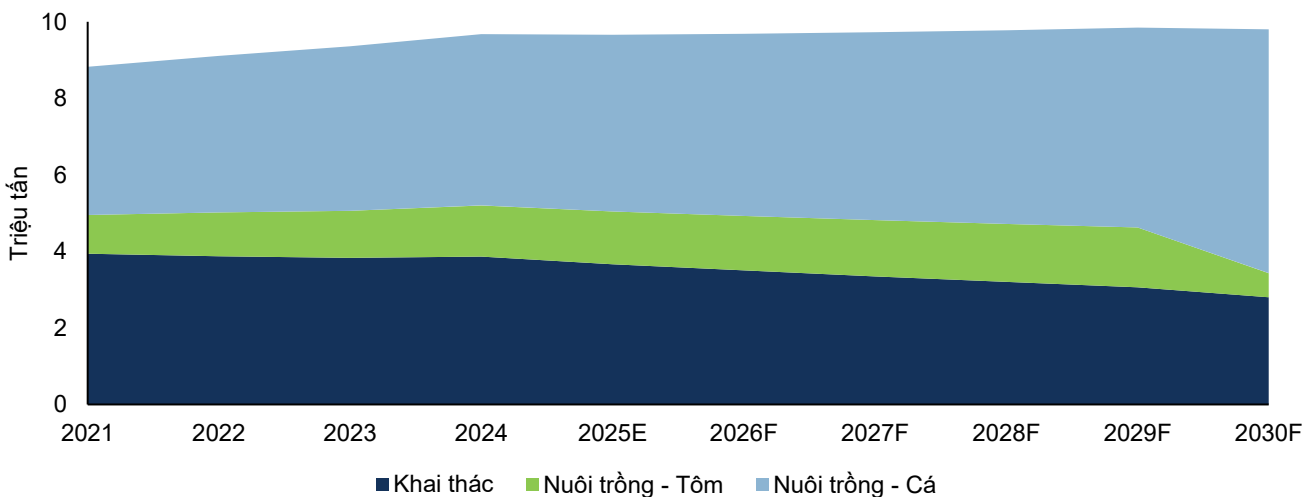


Nguồn: FPTS tổng hợp và ước tính

Tới 2029F, giá tôm nguyên liệu dự kiến tăng trưởng CAGR = +1,0%/năm chủ yếu do giá nguyên liệu ở mặt bằng cao khi nguồn cung tôm nguyên liệu khó cải thiện bởi các yếu tố đặc thù của ngành tôm Việt Nam chưa được giải quyết. Cụ thể, nguồn cung tôm nguyên liệu dự kiến tăng trưởng với tốc độ trung bình +3,1%/năm, cao hơn ~0,5 đpt so với giai đoạn trước, nhờ hướng tới tăng nuôi trồng thủy sản (trong đó tôm có quy mô nuôi trồng lớn thứ 2 tại Việt Nam) thay vì khai thác (theo Chương trình Quốc gia phát triển nuôi trồng thủy sản – [Phụ lục 2](#)).

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng các điểm bất lợi của ngành tôm Việt Nam dự kiến chưa cải thiện đáng kể như (1) Phụ thuộc vào con giống và thức ăn nhập khẩu; (2) Dịch bệnh và thời tiết diễn biến thất thường và (3) Chưa cơ giới hóa nuôi trồng và liên kết chuỗi toàn ngành khiến giá tôm nguyên liệu neo cao trong giai đoạn tới.

Biểu đồ 21 - Sản lượng tôm nuôi trồng dự kiến tăng trưởng tích cực trong giai đoạn 2025F – 2030F nhờ nguồn cung cải thiện theo chủ trương của Chương trình Quốc gia phát triển nuôi trồng thủy sản



Nguồn: FPTS tổng hợp và ước tính

2.2. Giá xuất khẩu tăng nhẹ ngắn hạn do nhu cầu tích trữ tại Mỹ tăng trong môi trường thuế suất cao

Giá xuất khẩu bình quân của FMC kỳ vọng tăng +5,5% YoY trong năm và tăng trưởng với CAGR = +1,5%/năm trong giai đoạn 2025F – 2029F. Cụ thể, giá xuất khẩu tôm của FMC trong năm 2025 tăng mạnh nhờ (1) Nhu cầu tích trữ hàng tăng mạnh trước khi có kết quả (i) thuế đối ứng chính thức trong Q2/2025 và (ii) thuế chống bán phá giá chính thức cuối Q4/2025 và (2) Tỷ trọng sản phẩm tôm chế biến sâu với giá xuất khẩu cao tăng cao hơn tôm đông lạnh do chênh lệch về thuế suất so với Ecuador và Indonesia.

Trong giai đoạn 2025F – 2029F, chúng tôi dự phóng giá xuất khẩu của FMC tăng trưởng với CAGR = +1,5%/năm (nhỉnh hơn mức tăng giá tôm nguyên liệu ở 1,0%/năm) nhờ (1) Nhu cầu tiêu thụ tại thị trường Mỹ kỳ vọng tiếp tục duy trì tích cực chủ yếu nhờ hưởng lợi về chênh lệch thuế suất so với tôm Ấn Độ; (2) Đẩy mạnh xuất khẩu các dòng sản phẩm chế biến sâu, tôm hữu cơ và các dòng tôm đặc thù với giá trị gia tăng cao cho kênh bán lẻ và nhà hàng cao cấp trên toàn cầu và (3) Nhu cầu tiêu thụ tại các thị trường lớn ngoài Mỹ như EU, Đông Á,... được duy trì nhờ hưởng lợi về thuế suất thông qua các Hiệp định Thương mại tự do (CPTPP, VKFTA, RCEP,...) trong bối cảnh đa dạng hóa thị trường xuất khẩu.

II. RỦI RO ĐẦU TƯ CỦA FMC

Rủi ro đầu tư lớn nhất của FMC đến từ thị trường Mỹ (chiếm ~50% doanh thu) khi cá tra Việt Nam chịu thuế suất chống bán phá giá và chống trợ cấp cao trong khi tiến độ đa dạng hóa thị trường xuất khẩu còn hạn chế. Cụ thể:

1. Kết quả thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp chính thức tại Mỹ (Quay lại)

Ngày 07/06/2025, Bộ Thương mại Mỹ công bố kết quả thuế chống bán phá giá sơ bộ kỳ POR19 đối với tôm nước ẩm đông lạnh của Việt Nam. Theo đó, tôm nhập khẩu từ Việt Nam phải chịu mức thuế suất cao kỷ lục đạt 35,29% và các doanh nghiệp phải nộp ký quỹ tương ứng. Mức thuế suất chính thức dự kiến sẽ được công bố vào tháng 12/2025 hoặc đầu năm 2026 khi Chính phủ Mỹ đóng cửa phần lớn hoạt động kể từ đầu tháng 10/2025.

Theo đánh giá của VASEP, mức thuế suất sơ bộ có thể đã xảy ra sai sót và nhầm lẫn trong tính toán tương tự với FMC trong kỳ POR12. Cụ thể, Bộ Thương mại Mỹ đã công bố mức thuế suất FMC phải nộp lên đến 25,76% sau đó điều chỉnh xuống 4,58% theo kết quả chính thức. Do đó, FMC hiện đang tạm trích lập dự phòng thuế chống bán phá giá ở mức 4,58% và sẽ thay đổi sau khi có kết quả chính thức của kỳ POR19.

Cùng với đó, tôm Việt Nam dự kiến chịu thuế chống trợ cấp (CVD) mới được công bố vào cuối năm 2025. Theo kết quả gần nhất, tôm Việt Nam bị áp thuế chống trợ cấp 2,84%, thấp hơn 1 – 3 điểm phần trăm so với các quốc gia xuất khẩu cạnh tranh khác tại thị trường Mỹ.

Chúng tôi cho rằng FMC sẽ chịu tác động tiêu cực ngắn hạn và cải thiện trong dài hạn nếu thuế suất chính thức không thay đổi hoặc giảm nhẹ so với kết quả sơ bộ. Cụ thể:

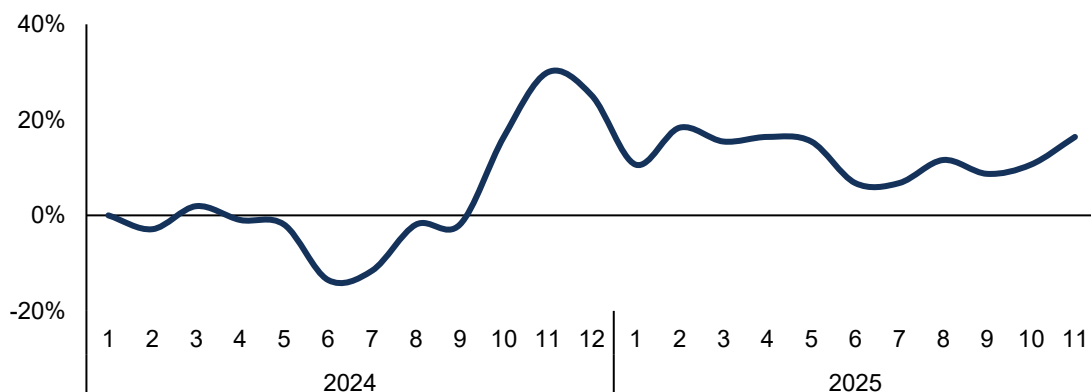
Trong ngắn hạn, doanh thu của FMC dự kiến giảm đáng kể do tôm Việt Nam mất khả năng cạnh tranh về giá so với các quốc gia cạnh tranh như Ấn Độ, Ecuador, Indonesia,... khi mức thuế suất chênh lệch tăng lên hơn 30%.

Trong dài hạn, chúng tôi cho rằng hoạt động kinh doanh của FMC không chịu ảnh hưởng tiêu cực nhờ chiến lược đa dạng thị trường xuất khẩu. Cụ thể, FMC dự kiến không xuất khẩu sang Mỹ nếu chịu thuế suất cao trong kỳ POR19, tương tự khi thuế đối ứng Mỹ dự kiến đạt 46% tại tháng 04/2025, do biên lợi nhuận ròng sẽ rất thấp. Hiện nay, FMC dần đa dạng hóa thị trường xuất khẩu tại Canada, Úc, Hàn Quốc,... (chiếm 5-10% doanh thu) và hạn chế phụ thuộc vào thị trường Mỹ nhờ (1) Không tốn chi phí lớn do thời gian chuyển hướng nhanh (<1 năm); (2) Các vùng nuôi đáp ứng các tiêu chuẩn toàn cầu; (3) Các đối tác sẵn sàng mở rộng nhập khẩu.

Bên cạnh đó, FMC (1) Sở hữu thế mạnh về tôm chế biến sâu về chất lượng và hình thức cao hơn so với Ecuador (chủ yếu xuất khẩu tôm đông lạnh do hạn chế về trình độ chế biến) và (2) Tôm Việt Nam được hưởng ưu đãi thuế tại châu Âu và Nhật Bản thông qua các Hiệp định Thương mại tự do như EVFTA, CPTPP,... so với Ấn Độ.

2. Giá tôm nguyên liệu tăng cao trong bối cảnh thiếu hụt nguồn cung (Quay lại)

Biểu đồ 22 – Giá tôm nguyên liệu (*) tăng mạnh trong nửa cuối năm 2025 trong bối cảnh thời tiết diễn biến phức tạp và nguồn cung hạn chế



(*) Ước tính từ giá tôm thẻ nguyên liệu loại 80 con/kg

Nguồn: Agromonitor, FPTS tổng hợp và ước tính

Giá tôm nguyên liệu có xu hướng tiếp diễn đà tăng kể từ đầu Q4/2025 do (1) Nhu cầu thu mua tăng mạnh tại các nhà máy cần nguyên liệu để trả các hợp đồng cuối năm và (2) Nguồn cung hạn chế do thời tiết bất lợi và dự kiến diễn biến phức tạp trong giai đoạn tới.

Chúng tôi cho rằng giá vốn hàng bán của FMC sẽ chịu ảnh hưởng tiêu cực trong trường hợp giá tôm nguyên liệu tăng cao, trong khi đó tình hình nuôi tôm tự chủ nhằm tiết giảm chi phí không mang tính bền vững trong dài hạn.

D. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

I. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu FMC với giá mục tiêu **42.300 VNĐ/cổ phiếu**, cao hơn **+20,9%** so với giá đóng cửa ngày 23/12/2025 phần lớn đến từ việc chiết khấu giá trên thị trường trong giai đoạn vừa qua. Chúng tôi xác định giá mục tiêu bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE) và phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF).

Kết quả định giá:

Tổng hợp Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền	Giá trị	Trọng số
Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	43.454	50%
Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	41.155	50%
Giá mục tiêu	42.300	

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (tỷ VND)	3.593
(+) Tiền mặt (tỷ VND) (Tính tiền gửi sau thuế tương lai, loại hiện tại)	-
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ VND)	902
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VND)	2.691
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)	65,4
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	41.155
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (tỷ VND)	2.841
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	43.454

Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	T12/2025	Thay đổi so với T6/2024	Giả định mô hình	Giá trị	Thay đổi so với T6/2024
WACC 2025	10,7%	+0,8 đpt	Phần bù rủi ro thị trường	10,4%	+0,1 đpt
Chi phí sử dụng nợ	3,3%	-1,0 đpt	Hệ số Beta	0,94	+44,6%
Chi phí sử dụng VCSH	13,3%	+1,4 đpt	Tăng trưởng dài hạn	1%	-0,5 đpt
Lãi suất phi rủi ro	3,9%	+1,1 đpt	Thời gian dự phóng	5 năm	-

II. LỊCH SỬ KHUYẾN NGHỊ

Giá khuyến nghị hiện tại thấp hơn **-24,6%** so với [Báo cáo cập nhật định giá FMC tại T06/2024](#) do thay đổi trong giả định dự phóng sau ảnh hưởng sự kiện thuế quan tại thị trường Mỹ. Cụ thể, lợi nhuận trước thuế năm 2025 được dự phóng với giả định tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu thuần đạt 7,2% (+2,9% YoY), cao hơn +3,8 đpt so với [Báo cáo cập nhật định giá FMC tại T06/2024](#) chủ yếu do phát sinh chi phí thuế chống trợ cấp và thuế đối ứng.



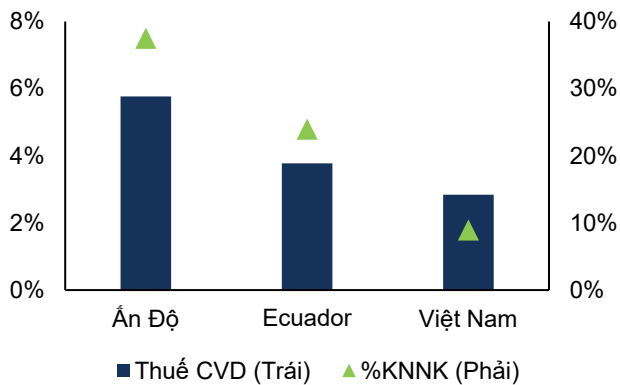
STT	Khuyến nghị	Thời gian	Giá khuyến nghị (đã điều chỉnh)	Thay đổi so với giá khuyến nghị hiện tại	Báo cáo chi tiết
1	THEO DÕI	T06/2024	56.064	-24,6%	Báo cáo cập nhật định giá
2	MUA	T07/2023	54.965	-23,0%	Báo cáo định giá lần đầu
3	MUA	T05/2021	37.164	+13,8%	Báo cáo cập nhật định giá

E. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh	2023A	2024A	2025F	2025F	Bảng cân đối kế toán	2023A	2024A	2025F	2025F
Doanh thu thuần	5.087	6.913	8,489	8,619	TÀI SẢN				
Giá vốn hàng bán	(4.594)	(6.161)	(7,533)	(7,634)	Tài sản ngắn hạn	2.127	2.641	2,785	2,981
Lợi nhuận gộp	493	752	956	986	Tiền, TĐT và ĐTTC	549	1.218	964	1,109
Chi phí bán hàng	(122)	(297)	(607)	(694)	Các khoản phải thu ngắn hạn	492	370	455	462
Chi phí QLDN	(79)	(91)	(112)	(114)	Hàng tồn kho	1.000	1.002	1,281	1,323
Lợi nhuận thuần HĐKD	292	363	236	178	Tài sản ngắn hạn khác	86	51	86	87
Doanh thu tài chính	73	112	167	161	Tài sản dài hạn	1.229	1.134	1,189	1,165
Chi phí tài chính	(61)	(53)	(67)	(66)	Tài sản CĐHH	848	768	731	701
<i>Trong đó: chi phí lãi vay</i>	(28)	(23)	(31)	(28)	Nguyên giá	1.697	1.730	1,884	2,072
Lãi/lỗ khác và lãi/lỗ công ty liên kết	(33)	(30)	(37)	(37)	Khấu hao lũy kế	(848)	(962)	(1,153)	(1,371)
LNTT	305	422	336	267	Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-
Thuế TNDN	(2)	1	(5)	(3)	Tài sản dài hạn khác	285	275	333	338
LNST	302	423	330	264	Xây dựng cơ bản dở dang	96	91	125	126
<i>Lợi ích cổ đông thiểu số</i>	26	117	50	40	TỔNG TÀI SẢN	3.356	3.775	3,974	4,147
LNST công ty mẹ	276	306	281	225					
EPS (VND)	4.121	4.675	4,293	3,436	NGUỒN VỐN				
Khả năng sinh lời	2023A	2024A	2025F	2025F	NỢ PHẢI TRẢ	1.122	1.309	1.309	1.342
Tỷ suất lợi nhuận gộp	9,7%	10,9%	11,3%	11,4%	Nợ ngắn hạn	1.112	1.297	1.292	1.326
Tỷ suất LNST	5,4%	4,4%	3,3%	2,6%	Vay nợ ngắn hạn	824	902	833	861
ROE DuPont	14,0%	14,6%	12,5%	9,5%	Các khoản phải trả ngắn hạn	232	350	414	419
ROA DuPont	8,7%	8,6%	7,2%	5,4%	Quỹ khen thưởng, phúc lợi	55	46	46	46
Tỷ suất EBIT/doanh thu	6,5%	6,4%	4,3%	3,5%	Nợ dài hạn	10	12	16	17
LNTT / EBIT	91,5%	94,8%	91,6%	89,4%	Các khoản vay nợ dài hạn	-	-	-	-
LNST/LNTT	90,6%	72,5%	83,7%	84,1%	Các khoản phải trả dài hạn	10	12	16	17
Vòng quay TTS	1,6x	1,9x	2,2x	2,1x					
Đòn bẩy tài chính	1,6x	1,7x	1,8x	1,8x	VỐN CHỦ SỞ HỮU	2.234	2.466	2,665	2,799
Hiệu quả hoạt động	2023A	2024A	2025F	2025F	Vốn góp chủ sở hữu	654	654	654	654
Thời gian luân chuyển tiền	82,5	64,8	54,5	61,8	Thặng dư	594	594	594	594
Số ngày phải thu	27,7	22,8	17,7	19,4	LN chưa phân phối	781	920	1,070	1,168
Số ngày tồn kho	76,6	59,3	55,3	62,3	Các khoản khác	-	-	-	-
Số ngày phải trả	21,8	17,2	18,5	19,9	Lợi ích cổ đông thiểu số	205	298	348	388
COGS / Hàng tồn kho	4,9x	6,2x	7,5x	6,0x	TỔNG NGUỒN VỐN	3.356	3.775	3,974	4,147
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2023A	2024A	2025F	2025F	Lưu chuyển tiền tệ	2023A	2024A	2025F	2025F
CS thanh toán hiện hành	1,9x	2,0x	2,1x	2,2x	Tiền đầu năm	596	549	1,218	964
CS thanh toán nhanh	1,0x	1,3x	1,0x	1,1x	Lợi nhuận sau thuế	300	419	330	270
CS thanh toán tiền mặt	0,5x	0,9x	0,6x	0,8x	Khấu hao	154	184	191	218
Nợ/Tài sản	0,3x	0,3x	0,3x	0,3x	Dự phòng	0	1	-	-
Nợ/Vốn CSH	0,5x	0,5x	0,5x	0,5x	Thay đổi VLĐ và điều chỉnh khác	(247)	(3)	(387)	(50)
Nợ ngắn hạn/VCSH	0,5x	0,5x	0,5x	0,5x	Tiền từ HĐKD	207	601	134	437
Nợ dài hạn/VCSH	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	Thanh lý tài sản cố định	1	0	-	-
Khả năng TT lãi vay	11,8x	19,2x	11,9x	9,4x	Chi mua sắm TSCĐ	(218)	(114)	(188)	(189)
					Các HĐ đầu tư khác	(288)	202	-	-
					Tiền từ hoạt động đầu tư	(505)	88	(188)	(189)
					Thay đổi nợ	306	79	(69)	28
					Tăng (giảm) vốn	-	-	-	-
					Cổ tức đã trả	(143)	(151)	(131)	(131)
					Các hoạt động TC khác	-	-	-	-
					Tiền từ hoạt động TC	163	(72)	(200)	(103)
					Tổng lưu chuyển tiền tệ	(135)	617	(254)	145
					Chênh lệch tỷ giá	1	9	-	-
					Tiền cuối năm	549	1,218	964	1,109

F. PHỤ LỤC

Phụ lục 1 - Tôm Việt Nam chịu thuế chống trợ cấp (CVD) thấp hơn so với các quốc gia khác tại Mỹ trong 1H2025 ([Quay lại](#))



Ngày 22/10/2024, Bộ Thương mại Mỹ đã công bố kết quả cuối cùng trong các cuộc điều tra thuế chống bán phá giá (AD) với tôm nước ấm đông lạnh từ Ecuador và Indonesia và các cuộc điều tra thuế chống trợ cấp (CVD) với tôm nước ấm đông lạnh từ Ecuador, Ấn Độ, Indonesia và Việt Nam.

Theo đó, ngành tôm Việt Nam có kết quả tích cực với thuế chống trợ cấp đạt 2,84%, thấp hơn 2,93 đpt so với Ấn Độ và 0,94 đpt so với Ecuador nhận được kết quả tích cực với thuế AD tuy nhiên phải nhận mức thuế CVD trung bình là 3,78%.

Nguồn: FPTTS tổng hợp và ước tính

Phụ lục 2 - Chương trình Quốc gia phát triển nuôi trồng thủy sản giúp cải thiện nguồn cung tôm ([Quay lại](#))

Chương trình Quốc gia phát triển nuôi trồng thủy sản giai đoạn 2021 – 2030 được ban hành theo Quyết định số 985/QĐ-TTg ngày 16/8/2022 là định hướng chiến lược nhằm phát triển ngành nuôi trồng thủy sản Việt Nam theo hướng hiện đại, hiệu quả, bền vững và thích ứng với biến đổi khí hậu. Thông qua danh mục đầu tư, nâng cấp, hoàn thiện cơ sở hạ tầng, Chương trình tập trung phát triển giống, vùng nuôi, công nghệ,... Cụ thể, đối với tôm nước lợ:

- Đầu tư, nâng cấp cơ sở hạ tầng đầu mối thiết yếu để đáp ứng yêu cầu sản xuất cho trên 30 - 50 vùng nuôi trồng thủy sản tập trung và sản xuất giống tập trung;
- Xây dựng chuỗi liên kết sản xuất, chế biến, tiêu thụ nhằm đảm bảo đầu ra ổn định sản lượng sản phẩm nuôi trồng thủy sản;
- Chủ động sản xuất, cung ứng được 60% nhu cầu tôm sú bố mẹ, tôm thẻ bố mẹ đến năm 2030;
- Áp dụng kỹ thuật tiên tiến vào sản xuất để tiết kiệm nước, nhiên liệu, thân thiện với môi trường, hướng tới không sử dụng kháng sinh trong sản xuất;
- Tạo sản phẩm có chất lượng, giá trị cao nhằm đáp ứng nhu cầu tiêu thụ của các thị trường xuất khẩu;
- Đa dạng hóa các phương thức nuôi theo điều kiện từng và thích ứng với biến đổi khí hậu.

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.

Báo cáo này không được phép sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu FMC, người phê duyệt và chuyên viên phân tích không nắm giữ 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

52 Đường Lạc Long Quân, Phường Tây Hồ, Thành phố Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.24) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Tầng 3, Tòa nhà 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm, Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.28) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh TP. Đà Nẵng

100 Quang Trung, Phường Hải Châu, Thành phố Đà Nẵng, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.236) 3553 888