BAOVIET Securities

Ngành Thủy Sản

Báo cáo cập nhật

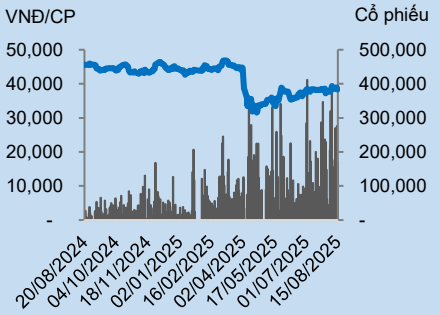
Tháng 08.2025

Khuyến nghị	**NEUTRAL**
Giá kỳ vọng (VNĐ/CP)	**42.300**
Giá thị trường (15/08/2025)	38.300
Lợi nhuận kỳ vọng	+10,4%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	31.548-46.849
Vốn hóa	2.504 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	65.388.889
KLGD bình quân 10 ngày	233.754
% sở hữu nước ngoài	31,17%
Room nước ngoài	50%
Giá trị cổ tức/cổ phần	2.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	5,22%
Beta	1,33

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
FMC	-13,3%	0,4%	1,9%	-13,8%
VNIndex	28,4%	9,8%	22,3%	25,1%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Hà Minh Anh

(84 24) 3928.8080 ext. 213

anhnhm@bvsc.com.vn

CTCP Thực phẩm Sao Ta

Mã giao dịch: FMC Reuters: FMC.HM Bloomberg: FMC VN

Rủi ro thuế chống bán phá giá cao vẫn hiện hữu

KQKD Q2/2025 hưởng lợi lớn nhờ front-loading. Doanh thu thuần và LNTT Q2/2025 đạt 1.876 tỷ đồng (+51% YoY) và 101 tỷ đồng (+20%yoy); lũy kế 6T2025, doanh thu thuần và LNTT lần lượt đạt 3.867 tỷ đồng (+43%yoy, hoàn thành 59% kế hoạch năm) và 137 tỷ đồng (-2,9%yoy, hoàn thành 33% kế hoạch năm). Doanh thu mảng tôm tiếp tục dẫn dắt đà tăng trưởng khả quan nhờ (1) khách hàng gia tăng nhập khẩu sớm trước thời hạn hoãn thuế quan (front-loading), (2) khách hàng chấp nhận mua giá cao đối với các mặt hàng tôm GTGT do nguồn cung thấp, và (3) chuyển sang loại hình DDP (Delivered Duty Paid) khiến giá bán gia tăng. Tuy nhiên, BLNG chịu áp lực do giá xuất khẩu tôm tăng chậm hơn với giá tôm thẻ nguyên liệu, chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng mạnh do thuế quan, và chi phí tài chính chịu tác động lớn của tỷ giá và lãi vay khiến biên lợi nhuận ròng (BLNR) bị bào mòn bởi chi phí vận hành và chi phí tài chính.

Thị trường Mỹ gia tăng nhập khẩu từ đa số các nguồn cung tôm lớn trong 1H2025, khiến nhu cầu mùa cao điểm Q3/2025 có thể bị ảnh hưởng. Theo số liệu của NOAA, tổng kim ngạch và sản lượng nhập khẩu tôm vào Mỹ tăng mạnh 28%yoy và 18%yoy trong 1H2025. Ban lãnh đạo chia sẻ, nhìn chung FMC đã có đủ hàng tới cuối năm 2025. Do còn rủi ro về thuế quan ở Mỹ, FMC chủ trương không ký nhiều hợp đồng đi thị trường này, chỉ ký chọn lọc đối với khách hàng lâu năm, vì vậy doanh thu và sản lượng xuất khẩu có thể chậm lại trong 2H2025 do thị trường Mỹ cần thời gian để hấp thụ lượng hàng tồn kho hiện tại.

Thuế quan tại thị trường Mỹ vẫn là rủi ro lớn. Ngành Tôm nói chung và FMC phải đối mặt với 3 mức thuế quan tại Mỹ là thuế đối ứng, thuế chống bán phá giá (CBPG), và thuế chống lẩn tránh (CVD). Tới hiện tại, BVSC cho rằng mức thuế đối ứng 20% Mỹ áp lên Việt Nam tương đối khả quan hơn so với mức 46% ban đầu, và doanh nghiệp Việt vẫn có thể cạnh tranh với các nguồn cung lớn khác là Ấn Độ, Ecuador, và Indonesia. Tuy nhiên, rủi ro lớn còn hiện hữu đối với thuế CBPG do FMC đứng trước nguy cơ bị đánh thuế mức 35,29%. FMC chia sẻ đây là mức thuế sơ bộ và chưa được áp dụng chính thức lên doanh nghiệp. FMC tiếp tục theo dõi kết quả chính thức sau khi DOC cử chuyên gia sang làm việc với doanh nghiệp Việt Nam, và kỳ vọng kết quả cuối cùng được công bố vào tháng 12/2025.

Dự phóng KQKD 2025F. BVSC dự phóng Doanh thu và LNST-CĐTS năm 2025F của FMC lần lượt ở mức 7.564 tỷ đồng (+12%yoy) và 291 tỷ đồng (-5%yoy). BVSC cho rằng doanh thu 2H2025 -10%yoy và -1% so với 1H2025 do giảm đơn hàng đi thị trường Mỹ sau khi hoạt động front-loading đã diễn ra nhộn nhịp trong 1H2025. Nhìn chung, tuy giá bán và sản lượng năm 2025 khả quan hơn cùng kỳ, gánh nặng chi phí tôm nguyên liệu, chi phí bán hàng và quản lý lớn bào mòn lợi nhuận.

Định giá và khuyến nghị. Sau khi thực hiện thay đổi dự phóng KQKD, BVSC nâng giá mục tiêu lên mức **42.300 đồng/cp** đối với cổ phiếu FMC, duy trì khuyến nghị **NEUTRAL** với tiềm năng tăng trưởng +10,4%, tương đương với mức P/E 2025 là 9,5 lần. Cổ phiếu FMC hiện đang giao dịch ở mức TTM P/E là 8,5 lần và 2025 P/E là 8,6 lần; mức TTM P/E hiện đang thấp hơn P/E trung bình 5 năm là 10,7 lần. Diễn biến thuế chống bán phá giá trong thời gian tới sẽ là yếu tố tác động lớn lên hoạt động kinh doanh và diễn biến cổ phiếu FMC.

Cập nhật KQKD Q2/2025

Doanh thu hưởng lợi lớn từ front-loading. Doanh thu thuần Q2/2025 đạt 1.876 tỷ đồng (+51% YoY); lũy kế 6T2025, doanh thu thuần đạt 3.867 tỷ đồng (+43%yoy, hoàn thành 59% kế hoạch năm). Doanh thu mảng tôm tiếp tục dẫn dắt đà tăng trưởng khả quan nhờ (1) khách hàng gia tăng nhập khẩu sớm trước thời hạn hoãn thuế quan (front-loading), (2) khách hàng chấp nhận mua giá cao đối với các mặt hàng tôm GTGT do nguồn cung thấp, và (3) chuyển sang loại hình DDP (Delivered Duty Paid) khiến giá bán gia tăng.

BLNG Q2/2025 chịu áp lực từ giá nguyên liệu. BLNG Q2/2025 và 1H2025 lần lượt đạt 10,5% và 8,4%, giảm lần lượt 0,8 và 0,4 điểm phần trăm yoy. BLNG chịu áp lực do giá xuất khẩu tôm tăng chậm hơn với giá tôm thẻ nguyên liệu.

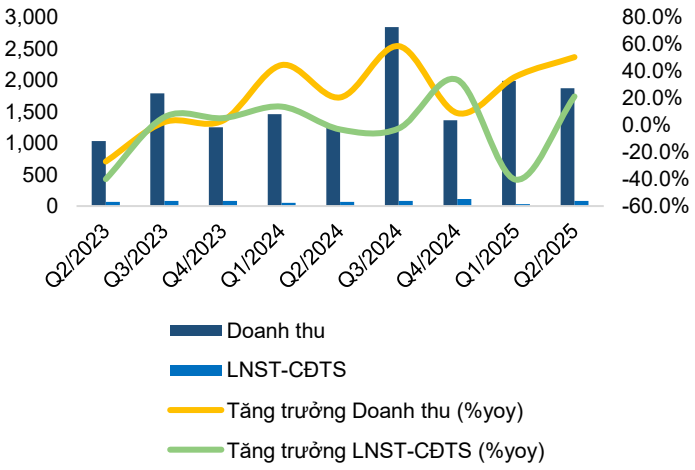
Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng mạnh do thuế quan. Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý/doanh thu thuần Q2/2025 và 1H2025 lần lượt là 6,9% và 6,1%, tăng 0,6 và 1,4 điểm phần trăm so với cùng kỳ, do doanh nghiệp phải thực hiện chi trả thuế nhập khẩu cho các đơn hàng DDP đi Mỹ. Bên cạnh đó, doanh nghiệp phải thực hiện trích lập thuế chống bán phá giá (CBPG), thuế chống trợ cấp (CVD) lên tới 57 tỷ đồng trong 1H2025 (so với chỉ 13 tỷ đồng trong 1H2024).

Biên lợi nhuận ròng (BLNR) bị bào mòn bởi chi phí vận hành và chi phí tài chính. LNTT, và LNST-CĐTS Q2/2025 lần lượt đạt 101 tỷ đồng (+20%yoy) và 80 tỷ đồng (+21% yoy). Lũy kế 1H2025, LNTT, và LNST-CĐTS lần lượt đạt 137 tỷ đồng (-3%yoy, hoàn thành 33% kế hoạch) và 110 tỷ đồng (-5%yoy). Đà tăng từ doanh thu bị bào mòn bởi chi phí tôm nguyên liệu, chi phí bán hàng và quản lý, và chi phí tài chính.

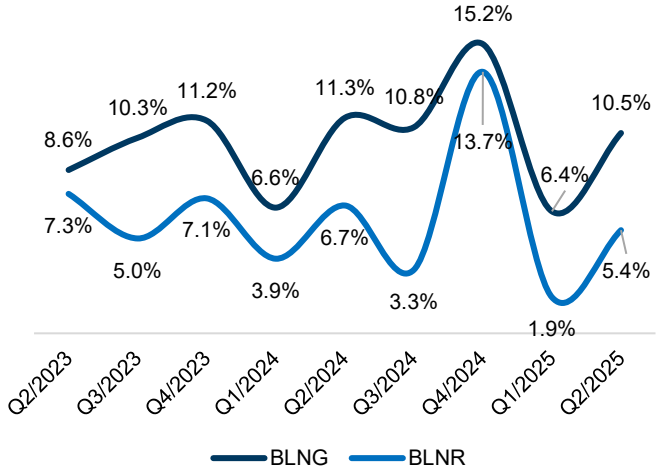
Chỉ tiêu (đvt: tỷ đồng, trừ ghi chú khác)	Q2/2025	%yoy	1H2025	%yoy	Diễn giải
Doanh thu thuần	**1.876**	**51,0%**	**3.867**	**43,0%**	Hưởng lợi lớn nhờ front-loading. Hoàn thành 59% kế hoạch doanh thu thuần.
Tôm	1.848	52,6%	3.811	44,5%	Tăng trưởng đến từ cả sản lượng và giá bán.
Sản lượng (tấn)	*5.349*	*31,0%*	*11.468*	*37,2%*	
Giá bán trung bình (đồng/kg)	*345.530*	*16,5%*	*332.290*	*5,3%*	Nhu cầu cho hàng GTGT gia tăng khiến khách hàng dễ chấp nhận mức giá cao hơn. Bên cạnh đó, FMC gia tăng đơn hàng theo loại hình DDP (Delivered Duty Paid), khiến giá bán cao hơn nhưng doanh nghiệp phải chi trả thuế nhập khẩu.
Nông sản	28	-11,6%	56	-15,9%	Tăng trưởng đến từ giá bán, tuy nhiên sản lượng vẫn kém khả quan.
Sản lượng (tấn)	*243*	*-16,1%*	*481*	*-23,1%*	
Giá bán trung bình (đồng/kg)	*115.989*	*5,3%*	*116.945*	*9,4%*	
Lợi nhuận gộp	**197**	**40,4%**	**325**	**37,1%**	
Biên lợi nhuận gộp	**10,5%**	**-0,8 điểm phần trăm**	**8,4%**	**-0,4 điểm phần trăm**	
Tôm	9,8%	-1 điểm phần trăm	8,0%	-0,4 điểm phần trăm	Đà tăng của giá bán thấp hơn giá tôm nguyên liệu mua ngoài.

Giá tôm thẻ nguyên liệu trên thị trường (đồng/kg)	*114.500*	*20,8%*	*118.265*	*13,5%*	Tăng mạnh do tình hình nuôi tôm của ĐBSCL kém khả quan, chịu ảnh hưởng lớn từ dịch bệnh trên tôm.
Nông sản	57,6%	25 điểm phần trăm	37,6%	14,2 điểm phần trăm	
Chi phí bán hàng + quản lý doanh nghiệp	(130)	64,9%	(238)	84,6%	Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý/doanh thu thuần Q2/2025 và 1H2025 tăng so với cùng kỳ, do doanh nghiệp phải thực hiện chi trả thuế nhập khẩu cho các đơn hàng DDP đi Mỹ. Bên cạnh đó, doanh nghiệp phải thực hiện trích lập thuế chống bán phá giá, thuế chống trợ cấp (CVD) lên tới 57 tỷ đồng trong 1H2025 (so với chỉ 13 tỷ đồng trong 1H2024).
LN từ HĐKD	**67**	**8,9%**	**87**	**-19,4%**	Tuy doanh thu tăng trưởng khả quan, chi phí tôm nguyên liệu và chi phí thuế bào mòn đã tăng lợi nhuận.
Doanh thu tài chính	50	90,4%	78	81,9%	Gia tăng lãi từ các khoản tiền gửi ngân hàng do FMC có lượng tương đương tiền lớn. Gia tăng lãi chênh lệch tỷ giá do đa số các đơn hàng/khoản phải thu của FMC là bằng USD.
Chi phí tài chính	(16)	318,2%	(29)	191,9%	Chi phí lãi vay tăng mạnh trong 1H2025 do doanh nghiệp phải gia tăng vay ngắn hạn để kịp sản xuất các đơn hàng trong giai đoạn hoãn thuế quan. Chi phí lỗ chênh lệch tỷ giá lớn do biến động của tỷ giá.
Lợi nhuận khác	(0)	-62,7%	1	-864,1%	
Lợi nhuận trước thuế	**101**	**20,3%**	**137**	**-2,9%**	Tuy doanh thu thuần hoạt động kinh doanh và doanh thu tài chính khả quan, chi phí vận hành lớn bào mòn lợi nhuận. Hoàn thành 33% kế hoạch LNTT.
LNST	**102**	**21,8%**	**139**	**-0,9%**	
LNST sau CĐTS	**80**	**21,4%**	**110**	**-5,1%**	

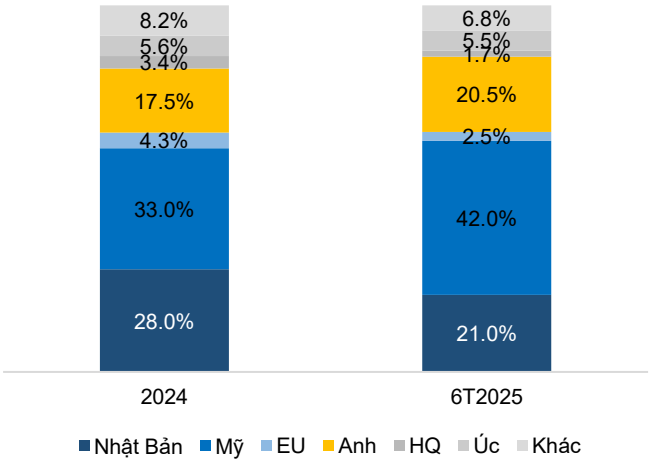
KQKD theo quý của FMC
(đvt: tỷ đồng)



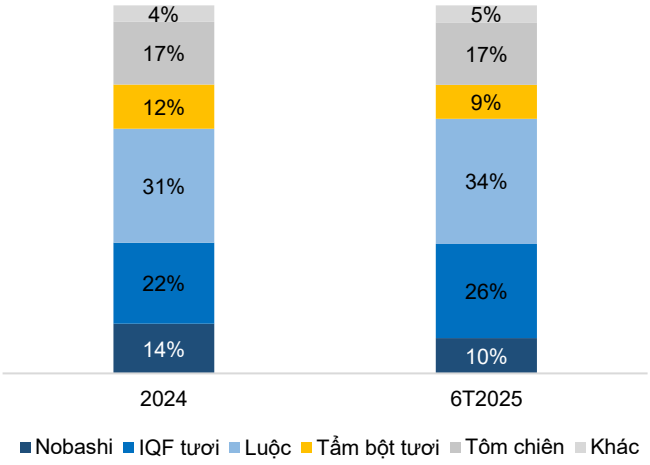
Chi phí vận hành và chi phí tài chính bào mòn biên lợi nhuận



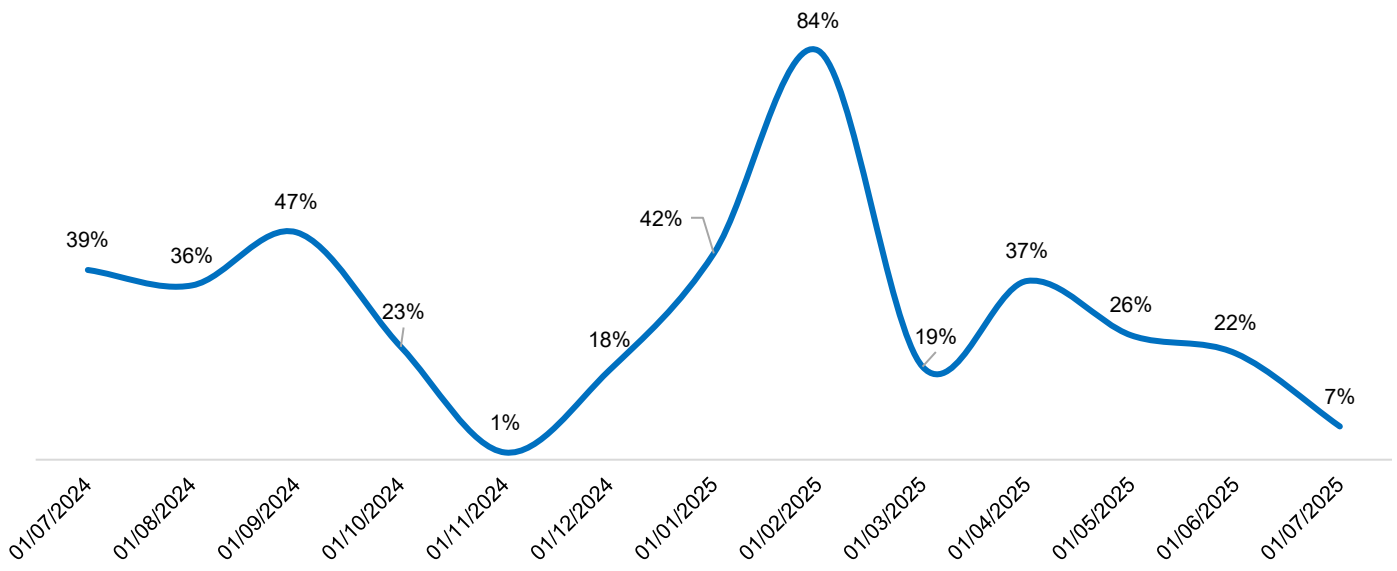
% Cơ cấu doanh thu của FMC theo thị trường



% Cơ cấu doanh thu của FMC theo sản phẩm



Tăng trưởng %yoy của sản lượng tôm tiêu thụ của FMC có phần giảm tốc so với các tháng trước

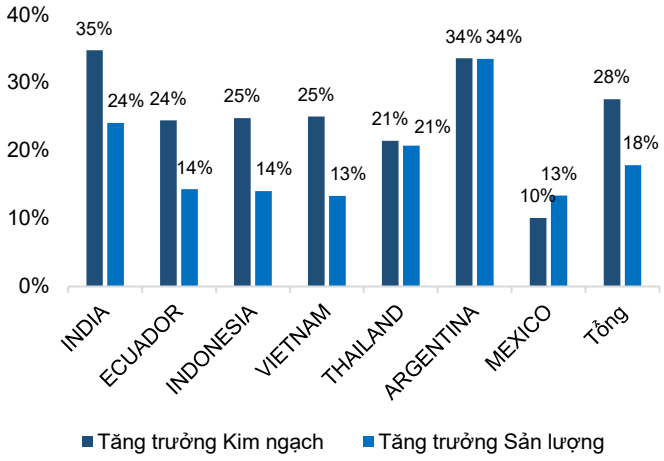


Nguồn: FMC

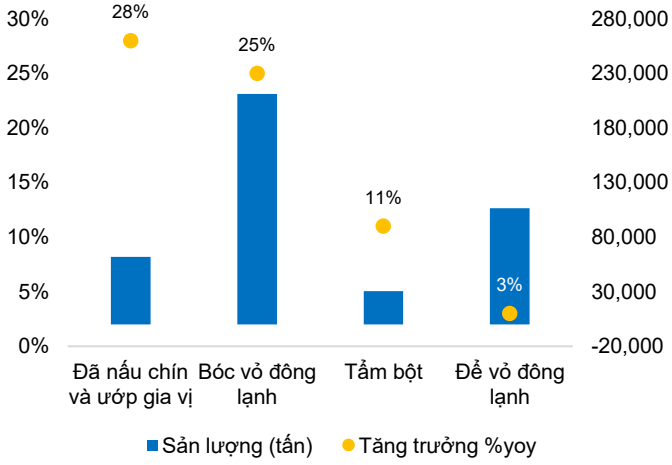
Điểm nhấn đầu tư

Thị trường Mỹ gia tăng nhập khẩu từ đa số các nguồn cung tôm lớn trong 1H2025, khiến nhu cầu mùa cao điểm Q3/2025 có thể bị tác động

Mỹ gia tăng mạnh việc nhập khẩu tôm trong 1H2025 (%yoy)

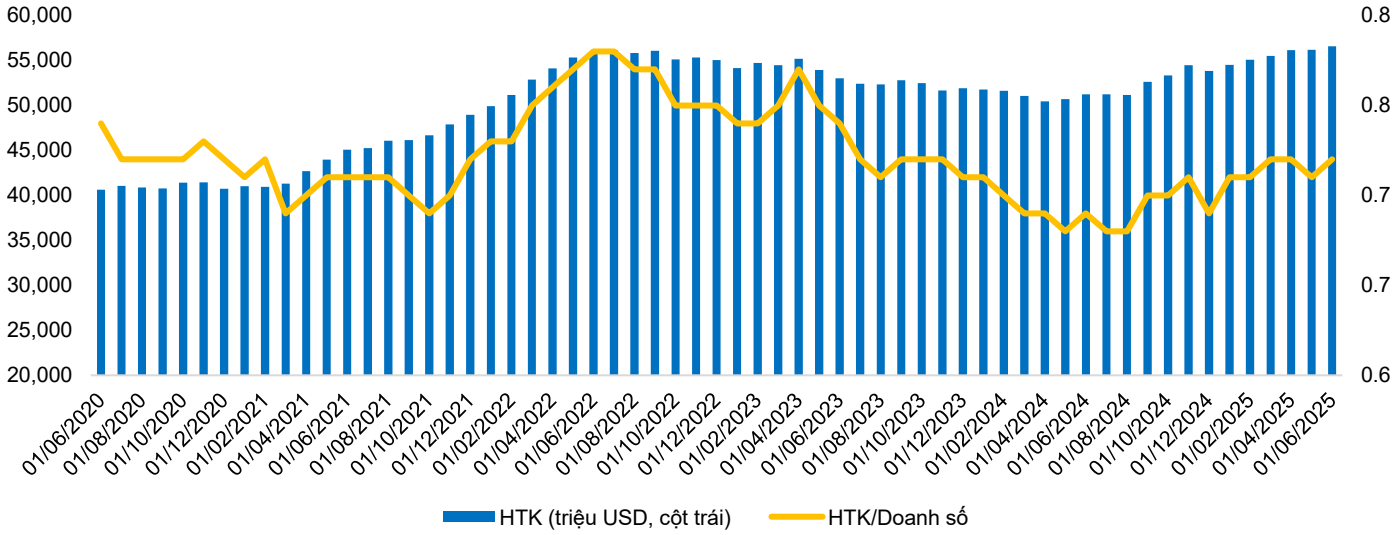


Tăng trưởng ở tất cả các mặt hàng, đặc biệt ở mặt hàng chế biến



Nguồn: NOAA

Hàng tồn kho thực phẩm của các nhà bán buôn Mỹ tăng sau khi đẩy mạnh nhập hàng trong giai đoạn hoãn thuế



Nguồn: NOAA, FRED

Theo số liệu của NOAA, tổng kim ngạch và sản lượng nhập khẩu tôm vào Mỹ tăng mạnh 28%yoy và 18%yoy trong 1H2025. Trong đó, bốn nguồn cung lớn nhất là Ấn Độ, Ecuador, Indonesia và Việt Nam đều ghi nhận tăng trưởng 2 chữ số. Các mặt hàng chế biến và chế biến sơ cũng đều ghi nhận tăng trưởng 2 chữ số, cho thấy nhu cầu nhập hàng rất lớn trong giai đoạn hoãn thuế.

Ban lãnh đạo chia sẻ, nhìn chung FMC đã có đủ hàng tới cuối năm 2025. Do còn rủi ro về thuế quan ở Mỹ, FMC chủ trương không ký nhiều hợp đồng đi thị trường này, chỉ ký chọn lọc đối với khách hàng lâu năm. Doanh thu và sản lượng xuất khẩu có thể chậm lại trong 2H2025, do thị trường Mỹ cần thời gian để hấp thụ lượng hàng tồn kho hiện tại. Cụ thể, theo số liệu của FRED, hàng tồn kho thực phẩm của các nhà bán buôn Mỹ đã tăng 10%yoy, tỷ lệ HTK/Doanh số tăng 4%yoy. Tác động của thuế quan sẽ dần trở nên rõ ràng hơn trong số liệu các tháng tới.

Thuế quan tại thị trường Mỹ vẫn là rủi ro lớn

Ngành Tôm nói chung và FMC phải đối mặt với 3 mức thuế quan tại Mỹ là thuế đối ứng, thuế chống bán phá giá (CBPG), và thuế chống lẩn tránh (CVD). Tới hiện tại, BVSC cho rằng mức thuế đối ứng 20% Mỹ áp lên Việt Nam tương đối khả quan hơn so với mức 46% ban đầu, và doanh nghiệp Việt vẫn có thể cạnh tranh với các nguồn cung lớn khác là Ấn Độ, Ecuador, và Indonesia. Tuy nhiên, rủi ro lớn còn hiện hữu đối với thuế CBPG.

Nguồn cung	% kim ngạch nhập khẩu tôm vào Mỹ 6T2025	Thuế nhập khẩu trung bình năm 2024	Thuế nhập khẩu trung bình 6T2025	Thuế đối ứng (tính tới ngày 14/8/2025)	Thuế CBPG (AD)	Thuế chống trợ cấp (CVD)	Tổng thuế áp lên sản phẩm tôm (Thuế đối ứng + Thuế CBPG theo mức áp dụng cho quốc gia + Thuế CVD)
Ấn Độ	38%	0%	2%	50%	10,17% (India-wide); 2,01%-5,32% (Một số doanh nghiệp)	5,77% (Khác); 5,63%-5,87% (Một số doanh nghiệp)	65,9%
Ecuador	24%	0%	3%	10%	0,0%	3,78% (Khác); 3,57%-4,41% (Một số doanh nghiệp)	13,8%
Indonesia	17%	0%	2%	19%	3,9% (Indonesia-wide); 0% (Doanh nghiệp BMS)	Hủy bỏ (Khác); 0,20%-0,71% (Một số doanh nghiệp)	22,9%
Việt Nam	**9%**	**0%**	**4%**	**20%**	**25,76% (mức Vietnam-wide đối với 146 doanh nghiệp); 35,29% (STAPIMEX và 23 doanh nghiệp khác bao gồm FMC); 0% (CTCP Thủy sản Thông Thuận - Cam Ranh)**	**2,84% (Khác); 221,82% (Thông Thuận)**	**Kịch bản FMC bị đánh mức thuế CBPG 35,29%: 58,13%; Kịch bản thuế CBPG 0%: 22,84%**
Thái Lan	4%	0%	3%	36%	5,34% (Thailand-wide) 0-57,64% (Một số doanh nghiệp)	0%	41,3%

Nguồn: Federal Register, BVSC tổng hợp

Thuế đối ứng khả quan hơn kỳ vọng

Dựa trên thông tin tính tới ngày 14/08/2025, Việt Nam hiện có mức thuế đối ứng thấp hơn Ấn Độ và Thái Lan, tương đối bằng Indonesia, và cao hơn Ecuador. BVSC cho rằng thuế quan nhìn chung sẽ ảnh hưởng tới nhu cầu tiêu thụ, đặc biệt trong Q3/2025 do hoạt động front-loading diễn ra sớm trong 1H2025. Nhưng nhìn chung, các doanh nghiệp Việt Nam vẫn sẽ có thể cạnh tranh đối với các nguồn cung lớn tại Mỹ. Đối thủ cạnh tranh ở phân khúc GTGT (phân khúc chính của Việt Nam) là Indonesia; cả hai nước đều có mức thuế đối ứng tương đương, ít ảnh hưởng tới khả năng cạnh tranh của Việt Nam.

Thuế CBPG vẫn là ẩn số lớn

Ngày 7/6/2025 (giờ Việt Nam), Bộ Thương mại Hoa Kỳ (DOC) công bố kết quả sơ bộ đợt rà soát hành chính lần thứ 19 (POR19) đối với thuế chống bán phá giá (CBPG) tôm đông lạnh nhập khẩu từ Việt Nam (giai đoạn 01/02/2023 – 31/01/2024). Theo đó, Công ty Thông Thuận được xác định không bán phá giá, với mức thuế 0%. Tuy nhiên, Công ty STAPIMEX bị áp mức thuế sơ bộ cao bất ngờ 35,29%. Mức thuế này cũng áp dụng cho 23 doanh nghiệp đủ điều kiện thuế riêng biệt nhưng không bị điều tra bắt buộc - trong danh sách 23 doanh nghiệp này bao gồm FMC.

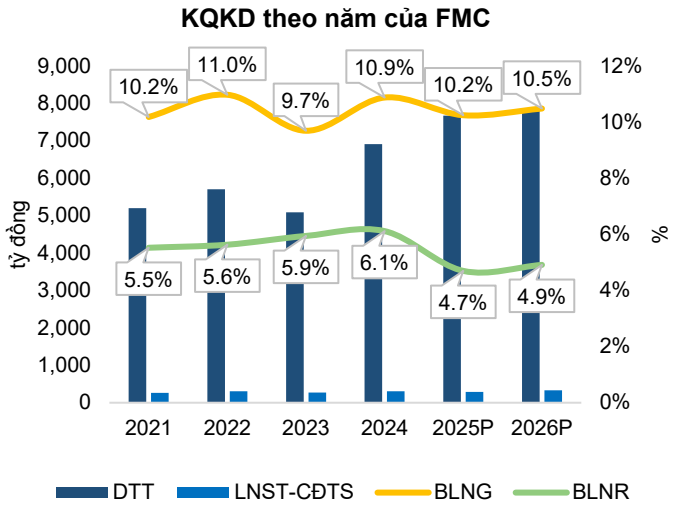
Trước thông tin này, Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam (VASEP) và các doanh nghiệp cho rằng mức thuế cao là bất thường và có thể do sai sót trong tính toán, và lấy dẫn chứng sự cố từng xảy ra ở kỳ POR12 (1/2/2016 - 31/1/2017), khi DOC đưa ra mức thuế 25,76% đối với FMC tại kết quả sơ bộ do có thể xảy ra sai sót trong tính toán, sau đó hạ xuống mức 4,58%. STAPIMEX khẳng định đã chuẩn bị kỹ lưỡng và sẽ nhanh chóng cung cấp thêm thông tin nhằm làm rõ.

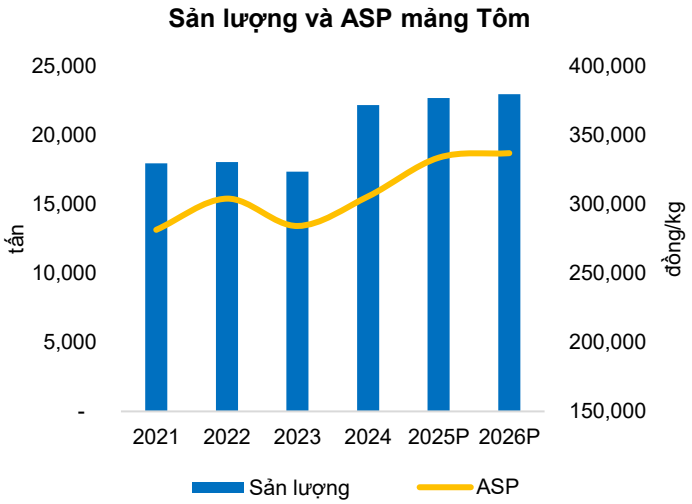
FMC chia sẻ, đây là mức thuế sơ bộ và chưa được áp dụng chính thức lên doanh nghiệp. FMC tiếp tục theo dõi kết quả chính thức sau khi DOC cử chuyên gia sang làm việc với doanh nghiệp Việt Nam, và kỳ vọng kết quả cuối cùng được công bố vào tháng 12/2025. Trước khi có kết quả sơ bộ, FMC hưởng mức thuế CBPG là 0%, và thực hiện trích lập dự phòng thuế CBPG hàng năm theo yêu cầu của kiểm toán. Nếu FMC bị áp thuế 35,29% trong Kết quả chính thức, BVSC ước tính mức thuế CBPG FMC phải trả cho POR19 tương ứng 294 tỷ đồng (dựa trên kim ngạch xuất khẩu tôm sang Mỹ của FMC năm 2023, không bao gồm tôm tẩm bột). FMC đã trích lập dự phòng 61 tỷ đồng trong năm 2024 cho kỳ POR19 (giai đoạn 2023-2024), vì vậy, BVSC ước tính doanh nghiệp có thể phải trả thêm 233 tỷ đồng nếu kết quả chính thức không thay đổi so với kết quả sơ bộ. Đặt trong bối cảnh LNTT năm 2024 và 2025 theo kế hoạch của FMC chỉ đạt khoảng 420 tỷ đồng, mức thuế phải trả thêm là 233 tỷ đồng có tác động tiêu cực đối với KQKD của doanh nghiệp. Kể cả khi FMC có thể được hoàn nhập 42 tỷ đồng từ việc trích lập POR18 (giai đoạn 2022-2023), mức thuế cần phải trả cũng lên tới 191 tỷ đồng, tương đương với khoảng 45% LNTT theo kế hoạch năm 2025 của doanh nghiệp. Tuy nhiên, Ban lãnh đạo kỳ vọng mức thuế ở kết quả chính thức sẽ khả quan hơn 35,29%. Doanh nghiệp cũng tiếp tục đẩy mạnh đơn hàng vào Mỹ nhằm trở thành bị đơn bắt buộc trong kỳ rà soát tiếp theo (POR20), hướng tới việc đưa mức mức thuế CBPG quay lại 0% vào POR 20.

Dự phóng KQKD

BVSC thay đổi dự phóng Doanh thu và LNST-CĐTS năm 2025F của FMC lần lượt ở mức 7.564 tỷ đồng và 291 tỷ đồng, lần lượt +12%yoy và -5%yoy. Chúng tôi tổng hợp các giả định chính như sau:

Chỉ tiêu (đvt: tỷ đồng, trừ ghi chú khác)	2025F cũ	%yoy	2025F mới	%yoy	2026F	%yoy	Diễn giải
Doanh thu thuần	**6.761**	**-2%**	**7.670**	**11%**	**7.845**	**2%**	
Doanh thu Tôm	**6.656**	**-2%**	**7.564**	**12%**	**7.731**	**2%**	Doanh thu 2H2025 -10%yoy do giảm đơn hàng đi thị trường Mỹ sau khi hoạt động front-loading đã diễn ra nhộn nhịp trong 1H2025. Hoàn thành 117% kế hoạch.
Sản lượng (tấn)	21.356	-4%	22.675	2%	22.950	1%	Nâng giả định sản lượng, tuy nhiên sản lượng 2H2025 vẫn -1% so với 1H2025, chủ yếu do thị trường Mỹ.
Giá bán trung bình (đồng/kg)	311.652	2%	333.590	9%	336.859	1%	Nâng giả định giá bán nhờ doanh nghiệp gia tăng đơn hàng DDP.
Doanh thu Nông sản	**106**	**-25%**	**105**	**-25%**	**114**	**8%**	
Sản lượng (tấn)	984	-25%	982	-25%	1.060	8%	
Giá bán trung bình (đồng/kg)	107.396	0%	107.396	0%	107.396	0%	
Lợi nhuận gộp	**656**	**-13%**	**786**	**5%**	**822**	**5%**	
BLNG	**9,7%**	**-1,2 điểm phần trăm**	**10,2%**	**-0,6 điểm phần trăm**	**10,5%**	**0,2 điểm phần trăm**	
BLNG Tôm	**9,4%**	**-1,1 điểm phần trăm**	**10,0%**	**-0,5 điểm phần trăm**	**10,2%**	**0,2 điểm phần trăm**	Nâng dự phóng BLNG do nâng giá bán. Tuy nhiên đà tăng của giá tôm nguyên liệu lớn hơn giá bán, khiến BLNG suy giảm yoy.
BLNG Nông sản	**30,6%**	**2%**	**30,1%**	**0 điểm phần trăm**	**30,6%**	**0,5 điểm phần trăm**	
Chi phí bán hàng + Quản lý	(352)	-9%	(515)	32%	(505)	-2%	Chi phí bán hàng tăng mạnh do phát sinh chi phí thuế nhập khẩu cho đơn hàng DDP. Ước tính này bao gồm hoàn nhập 42 tỷ đồng từ trích thuế CBPG POR19. BVSC đang kỳ vọng FMC vẫn sẽ hưởng mức thuế CBPG 0%.
EBITDA	**492**	**3%**	**395**	**-17%**	**449**	**14%**	
Doanh thu tài chính	88	-22%	153	36%	133	-13%	
Chi phí tài chính	-53	-1%	-61	15%	-63	3%	
LNTT	**339**	**-20%**	**364**	**-14%**	**389**	**7%**	Hoàn thành 87% kế hoạch.
LNST	**335**	**-21%**	**360**	**-15%**	**385**	**7%**	
LNST-CĐTS	**271**	**-11%**	**291**	**-5%**	**330**	**13%**	Tuy giá bán và sản lượng khả quan hơn cùng kỳ, gánh nặng chi phí bán hàng và quản lý lớn bào mòn lợi nhuận.
EPS	**4.139**		**4.451**		**5.044**		





Định giá và Khuyến nghị

Sau khi thực hiện thay đổi dự phóng KQKD, BVSC nâng giá mục tiêu lên mức **42.300 đồng/cp** đối với cổ phiếu FMC, duy trì khuyến nghị **NEUTRAL** với tiềm năng tăng trưởng +10,4%, tương đương với mức P/E 2025 là 9,5 lần. Cổ phiếu FMC hiện đang giao dịch ở mức TTM P/E là 8,5 lần và 2025 P/E là 8,6 lần; mức TTM P/E hiện đang thấp hơn P/E trung bình 5 năm là 10,7 lần. Diễn biến thuế chống bán phá giá trong thời gian tới sẽ là yếu tố tác động lớn lên hoạt động kinh doanh và diễn biến cổ phiếu FMC.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
(Đơn vị: tỷ đồng)	**2023**	**2024**	**2025F**	**2026F**
Doanh thu thuần	**5.087**	**6.913**	**7.670**	**7.845**
Giá vốn	(4.594)	(6.161)	(6.884)	(7.023)
Lợi nhuận gộp	493	752	786	822
Doanh thu tài chính	73	112	153	133
Chi phí tài chính	(61)	(53)	(61)	(63)
Lợi nhuận sau thuế	**302**	**423**	**360**	**385**

Bảng cân đối kế toán				
(Đơn vị: tỷ đồng)	**2023**	**2024**	**2025F**	**2026F**
Tiền & khoản tương đương tiền	452	1.077	1.002	1.225
Các khoản phải thu ngắn hạn	492	370	566	579
Hàng tồn kho	1.000	1.002	1.120	1.142
Tài sản cố định hữu hình	848	768	793	778
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-
Tổng tài sản	**3.356**	**3.775**	**4.044**	**4.323**
Nợ ngắn hạn	824	902	920	941
Nợ dài hạn	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	2.234	2.466	2.695	2.950
Tổng nguồn vốn	**3.356**	**3.775**	**4.044**	**4.323**

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	**2023**	**2024**	**2025F**	**2026F**
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-10,8%	36,0%	11,0%	2,3%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	-5,8%	39,8%	-14,8%	7,0%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên	9,7%	10,9%	10,2%	10,5%
Lợi nhuận thuần biên	5,9%	6,1%	4,7%	4,9%
ROA	8,7%	8,6%	7,4%	7,9%
ROE	13,6%	14,1%	12,5%	13,1%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản	24,6%	23,9%	22,8%	21,8%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu	36,9%	36,6%	34,1%	31,9%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	4.222	4.675	4.451	5.044
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	31.026	33.151	35.602	38.645

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Hà Minh Anh** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Báo cáo được hoàn thành trên cơ sở khách quan độc lập. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như không kiểm chứng được hết những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm khách quan của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư về những tổn thất có thể xảy ra, thua lỗ khi đầu tư. **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** và **tôi** cũng không chịu bất kỳ trách nhiệm về những thông tin chưa chính xác về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

Hệ thống nhận định của BVSC được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu hiện tại so với giá mục tiêu, xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại. Trừ khi có nhận định khác, những nhận định đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng.

Các nhận định	Định nghĩa
OUTPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên +15%
NEUTRAL	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ từ -15% đến +15%
UNDERPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ dưới -15%

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng
Giám đốc khối
dungpt@bvsc.com.vn

Lưu Văn Lương
Phó Giám đốc khối
luonglv@bvsc.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc
Phó Giám đốc khối
ngocnch@bvsc.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng, CFA
Ngân hàng, Bảo hiểm
hoangnd@bvsc.com.vn

Trương Sỹ Phú, CFA
Hàng tiêu dùng, CNTT
phuts@bvsc.com.vn

Trần Xuân Bách
Phân tích kỹ thuật
bachtx@bvsc.com.vn

Trần Phương Thảo
Bất động sản, Khu công nghiệp
thaotp@bvsc.com.vn

Tôn Nữ Nhật Minh, ACCA
Dược phẩm, Hóa chất cơ bản, Thép
minhtnn@bvsc.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền
Chuyên viên vĩ mô
huyenhtm@bvsc.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh
Nông nghiệp, Hàng tiêu dùng
anhnhm@bvsc.com.vn

Nguyễn Viết Dần
Cảng biển, Vận tải biển
dannv@bvsc.com.vn

Nguyễn Hồng Hoa
Chiến lược thị trường
hoanh@bvsc.com.vn

Trần Tuấn Dương, CFA
Năng lượng, Chứng khoán, Xây dựng
duongtt@bvsc.com.vn

Lương Ngọc Tuấn Dũng, CFA
Bán lẻ, Hàng tiêu dùng
dunglnt@bvsc.com.vn

Nguyễn Đăng Thành
Dầu khí, Hàng không
thanhnd@bvsc.com.vn

Nguyễn Minh Khôi
Vật liệu xây dựng
khoinm@bvsc.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, P. Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, P. Sài Gòn, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888