



CTCP THỰC PHẨM SAO TA (FMC – HSX)

Triển vọng tích cực đến từ vùng nuôi

Trên cơ sở những giả định và ước tính thận trọng, EPS năm 2013 của FMC được dự báo vào khoảng 2.013 đồng/cp, tương đương mức forward P/E 7,0x. Giá trị ước tính FMC vào khoảng 16.900 đồng/cp, tương ứng với mức vốn hóa 206,6 tỷ đồng, cao hơn khoảng 19,0% so với giá tham chiếu ngày 11/12/2013.

Trong tình hình khó khăn của ngành thủy sản những năm gần đây, FMC là một trong số ít những doanh nghiệp vẫn duy trì được hoạt động kinh doanh tương đối ổn định. Với mặt hàng xuất khẩu chủ lực là tôm, thuận lợi riêng của nhóm ngành này trong năm nay và dự báo sẽ tiếp tục trong năm sau là điều kiện giúp doanh thu của FMC tăng trưởng tốt. Bên cạnh đó, chúng tôi đánh giá cao triển vọng sắp tới của công ty dựa vào việc đầu tư vùng nuôi, tiến tới chủ động một phần về nguyên liệu. Giảm mức độ ảnh hưởng của nguyên liệu sẽ giúp cải thiện đáng kể về các chỉ số phản ánh khả năng sinh lời và hiệu quả hoạt động của FMC. Ngoài ra, nhiều khả năng HVG sẽ nâng tỷ lệ nắm giữ FMC lên mức chi phối vào năm sau. 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 cổ phiếu FMC cho mục tiêu **TRUNG HẠN**.

- Ngành tôm Việt Nam còn nhiều tiềm năng và cơ hội tăng trưởng trong thời gian tới.
- Đầu tư vùng nguyên liệu là điểm sáng cho triển vọng phát triển của FMC trong trung và dài hạn. Dự báo FMC có khả năng tự chủ 10% nguyên liệu năm 2014 và khoảng 18-20% năm 2017.
- Giai đoạn 2013-2017, doanh thu và LNST dự báo sẽ tăng trưởng với tốc độ bình quân CAGR lần lượt là 6,7% và 29,7%.
- Rủi ro: Biến động giá nguyên liệu ảnh hưởng rất lớn đến kết quả lợi nhuận của FMC và việc đầu tư vùng nuôi là hướng đi chiến lược, mang lại lợi nhuận cao, song cũng tiềm ẩn nhiều rủi ro trong tình hình dịch bệnh vẫn chưa được kiểm soát hoàn toàn như hiện nay.

Chỉ tiêu tài chính cơ bản

Cuối năm-T12 / (tỷ đồng)	FY2011	FY2012	9M/FY2013	FY2013E	FY2014F
Doanh thu thuần	1.899,2	1.536,1	1.503,4	2.172,1	2.362,1
% tăng trưởng	29,2	-19,1	37,2	41,4	8,7
Lợi nhuận sau thuế	28,4	6,1	5,1	24,6	47,6
% tăng trưởng	5,9	-78,5	-139,1	303,6	93,7
Tỷ suất LNST (%)	1,5	0,4		1,1	2,0
ROA (%)	4,4	1,0		4,7	7,7
ROE (%)	16,8	3,7		13,1	20,6
EPS (VND)	3.930	844		2.013	3.665
Giá trị sổ sách (VND)	21.469	19.558		16.958	18.623
Cổ tức tiền mặt (VND)	2.500	700		1.000	2.000
P/E (x)	3,6	16,8		7,1	3,9
P/BV (x)	0,7	0,7		0,8	0,8

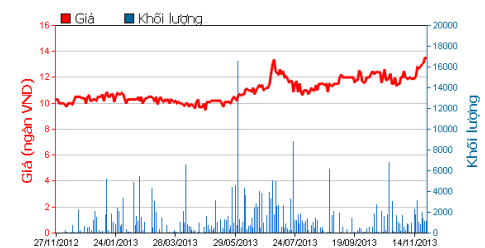
Nguồn: FMC, Rong Viet tổng hợp và ước tính, * Tính theo giá cổ phiếu ngày 10/12/2013

TÍCH LŨY

Giá thị trường (VND)	14.200
Giá mục tiêu (VND)	16.900
Thời gian đầu tư	Trung hạn

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Thủy sản
Vốn hóa (tỷ đồng)	173,6
SLCPLH	12.222.630
Beta	1,1
Free Float (%)	40,1
Giá cao nhất 52 tuần	14.400
Giá thấp nhất 52 tuần	8.900
KLGD bình quân 20 phiên	13.492



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
FMC	14,8	53,9	52,2
Thực phẩm	2,8	N/A	N/A
VN 30 Index	6,6	26,2	16,6
VN Index	6,3	32,3	9,6

Cổ đông lớn (%)

HVG	41,76
Tỉnh ủy Sóc Trăng	11,29
CTTNHH NDH Việt Nam	6,85
Giới hạn sở hữu của NĐTNN (%)	46,5

Đặng Thảo Nguyên

(084) 08- 6299 2006 – Ext 318

nguyen.dt@vdsc.com.vn

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Xuất khẩu tôm Việt Nam còn nhiều tiềm năng và cơ hội trong thời gian tới. Cụ thể:

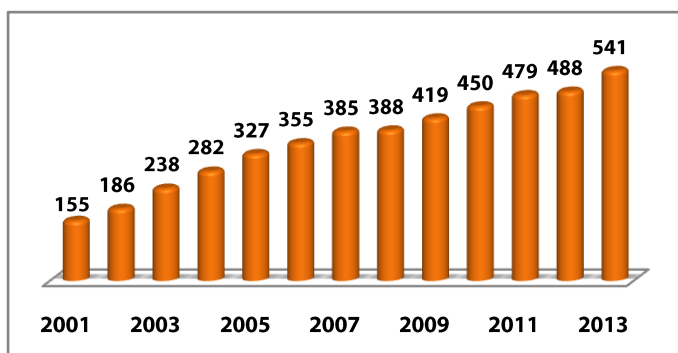
(1) Dự báo sản lượng tôm thu hoạch sẽ tăng khoảng 15% trong năm 2014, tăng nhanh hơn so với tốc độ tăng trưởng CAGR giai đoạn 2001-2013 là 10%.

(2) Thị trường tiêu thụ tại Mỹ có nhiều tín hiệu tích cực. Mặc dù sản lượng tiêu thụ tôm Việt Nam tăng đều đặn ở 3 thị trường chính là Mỹ (+62,6%), Nhật Bản (+12,8%) và EU (+14,8), song với mức tăng mạnh, Mỹ đã vượt Nhật Bản trở thành thị trường nhập khẩu tôm lớn nhất của Việt Nam trong 9T2013.

Ngoài ra, kết quả kỳ POR7 được công bố vào tháng 9/2013 với mức thuế chống bán phá giá vào thị trường Mỹ là 0%, áp dụng cho toàn bộ 33 doanh nghiệp xuất khẩu tôm Việt Nam là điều kiện giúp sản lượng tôm xuất khẩu Việt Nam vào Mỹ tiếp tục tăng trong thời gian tới.

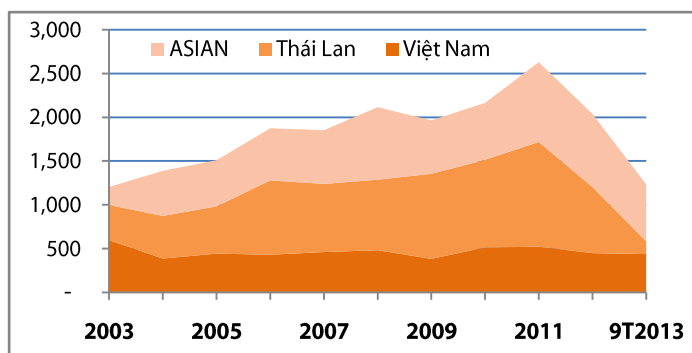
(3) Giá xuất khẩu dự báo giảm nhẹ trong năm sau là động lực giúp tăng nhu cầu tiêu thụ tôm thế giới. Năm 2014, ngành tôm Thái Lan dự báo phục hồi trở lại cùng với việc tăng sản lượng ở các nước cung cấp khác như Ấn Độ, Việt Nam, Ecuador, Indonesia, Bangladesh... theo đó sẽ không còn việc giá tôm tăng nóng như năm nay. Tuy nhiên, theo chúng tôi dịch bệnh EMS vẫn chưa được kiểm soát hoàn toàn khiến việc nuôi trồng cần sự thận trọng, sản lượng tôm thu hoạch năm 2014 dự báo sẽ được cải thiện với nguồn cung vừa phải và giá xuất khẩu dự báo giảm nhẹ.

Hình 1. Sản lượng tôm thu hoạch tại Việt Nam 2001 – 2013 (nghìn tấn)



Nguồn: Tổng cục Thống kê, RongViet Securities tổng hợp

Hình 2. Giá trị tôm nhập khẩu vào thị trường Mỹ 2003 – 9T2013 (triệu USD)

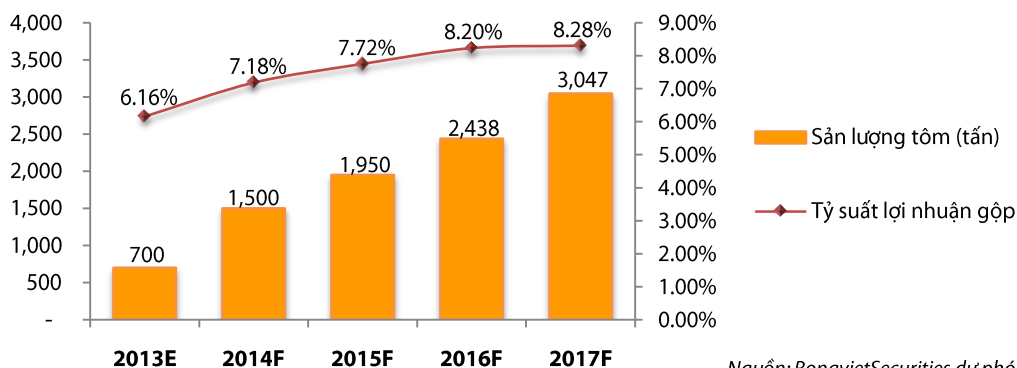


Nguồn: NMFS, RongViet Securities tổng hợp

Riêng với FMC, đầu tư vùng nguyên liệu là điểm sáng cho triển vọng phát triển trong trung và dài hạn. Năm 2013 là năm đầu tiên FMC đầu tư vùng nuôi và kết quả bước đầu tương đối khả quan. Sau khi thả giống thí điểm tại Liêu Tú (6 ha) đạt kết quả tốt, FMC đã thả giống trên diện tích rộng hơn tại Vĩnh Tân từ tháng 3/2013. Diện tích vùng nuôi tại Vĩnh Tân vào khoảng 160 ha, song hiện tại FMC chỉ mới thả nuôi 100 ha với mật độ thả vừa phải. 10T2013, FMC đã thu hoạch khoảng 400 tấn tôm nguyên liệu và dự kiến sẽ thu hoạch thêm khoảng 300 tấn 2 tháng cuối năm. Sản lượng này ước tính đáp ứng được khoảng 18% nhu cầu nguyên liệu sản xuất trong quý 4. Tôm tự nuôi có giá thành thấp hơn khoảng 35% so với mua ngoài, là điều kiện để FMC cải thiện đáng kể tỷ suất lợi nhuận gộp Q4/2013 và các năm sau.

Năm 2014, FMC dự kiến thả nuôi ở mật độ dày hơn và thu hoạch khoảng 1.500 tấn tôm nguyên liệu từ vùng nuôi Vĩnh Tân, đáp ứng được khoảng 10% nhu cầu nguyên liệu cả năm và con số này dự báo đạt khoảng 18-20% năm 2017. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng vào việc HVG, hiện là cổ đông lớn (41,76%) và có khả năng sẽ nâng tỷ lệ sở hữu lên mức chi phối vào năm sau, với tiềm lực tài chính mạnh và trại nuôi tôm giống hiện có sẽ hỗ trợ nhiều hơn cho FMC trong việc phát triển vùng nuôi. Đầu tư vùng nuôi, tiến tới tự chủ một phần về nguyên liệu là hướng đi chiến lược tạo điểm nhấn cho triển vọng phát triển của FMC trong thời gian tới.

Hình 3. Tương quan giữa sản lượng tôm nguyên liệu tự nuôi và biên lợi nhuận gộp, 2013E – 2017F

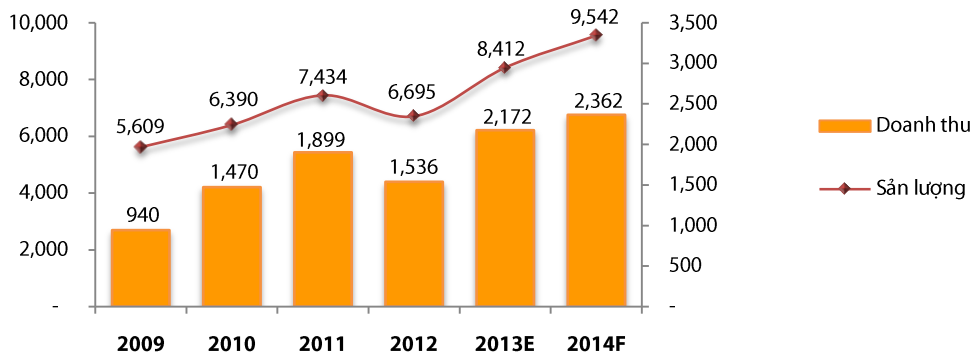


Nguồn: RongvietSecurities dự phóng

Nhìn chung, hoạt động kinh doanh tương đối ổn định và các chỉ số tài chính cho thấy sự cải thiện.

Tốc độ tăng trưởng bình quân gộp CAGR đối với doanh thu và sản lượng tiêu thụ giai đoạn 2009-2012 lần lượt là 13,0% và 4,5%. Riêng năm 2013, doanh thu ước tính tăng mạnh 41,4%. Doanh thu tăng trưởng dựa trên cả hai yếu tố sản lượng và giá bán, trong đó tác động từ tăng sản lượng vào khoảng 26%. Đối với ngành nhiều biến động về giá như thủy sản, chúng tôi cho rằng yếu tố tăng trưởng sản lượng mang dấu hiệu tích cực và bền vững hơn.

Hình 4. Doanh thu (tỷ đồng) và Sản lượng tiêu thụ (tấn), 2009-2014F



Nguồn: RongVietSecurities tổng hợp và dự phóng

Hoạt động chế biến tôm xuất khẩu mặc dù bị co hẹp về biên lợi nhuận gộp, song năm nay lợi nhuận từ vùng nuôi đã bù đắp được cho sự sụt giảm này. So với các doanh nghiệp chế biến tôm xuất khẩu đang niêm yết khác, mặc dù biên lợi nhuận gộp của FMC tương đối thấp, song các chỉ số phản ánh khả năng sinh lời khác như tỷ suất lợi nhuận ròng, ROA, ROE nhìn chung hấp dẫn hơn. Trong những năm tới, dự báo khả năng sinh lời của FMC sẽ được cải thiện dần cùng với mức tăng sản lượng thu hoạch tôm từ vùng nuôi.

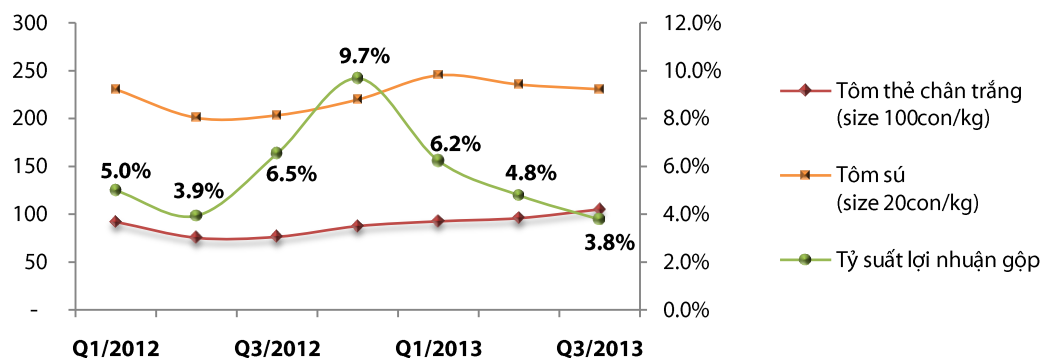
FMC không có các khoản vay dài hạn và vay ngắn hạn của FMC chủ yếu nhằm mục đích bổ sung vốn lưu động. Năm nay, tỷ lệ nợ vay của FMC dự báo giảm đáng kể nhờ nguồn vốn bổ sung từ đợt phát hành riêng lẻ cho HVG cũng như khả năng quản lý vốn lưu động của công ty được cải thiện hơn. Hiện mức tín dụng của FMC tại các ngân hàng khá tốt, đây là một yếu tố thuận lợi cho FMC trong bối cảnh nhiều doanh nghiệp thủy sản hiện nay rất khó khăn trong việc tiếp cận với nguồn vốn vay ngân hàng.

Vấn đề quan tâm - Giá tôm nguyên liệu biến động ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận

Tôm nguyên liệu hiện chiếm khoảng 80% trong cơ cấu giá thành, do đó tác động của giá tôm đến lợi nhuận gộp của FMC là rất lớn. Công ty thường ký hợp đồng chốt sản lượng và giá xuất khẩu trước khoảng 2-3 tháng đối với thị trường Mỹ và 1-2 tháng đối với thị trường Nhật. Do đó, việc đàm phán điều chỉnh giá rất khó thực hiện trong trường hợp giá nguyên liệu tăng mạnh.

Mặc dù FMC đã bắt đầu chú trọng đầu tư vùng nguyên liệu, song với diện tích 165 ha khả năng FMC chỉ chủ động được tối đa 20% nhu cầu nguyên liệu, do đó biến động giá đầu vào vẫn gây tác động lớn đến kết quả kinh doanh. Nhà đầu tư cần đặc biệt quan tâm đến diễn biến giá tôm nguyên liệu trong nước và thế giới khi đầu tư vào cổ phiếu FMC.

Hình 5. Tương quan giữa tỷ suất lợi nhuận gộp và giá tôm nguyên liệu (nghìn đồng/kg), Q1/2012-Q3/2013



Nguồn: VASEP, FMC, RongViet Securities tổng hợp

Quan điểm đầu tư

Trong tình hình khó khăn của ngành thủy sản những năm gần đây, FMC là một trong số ít những doanh nghiệp vẫn duy trì được hoạt động kinh doanh tương đối ổn định. Thuận lợi riêng của nhóm ngành xuất khẩu tôm trong năm nay và dự báo sẽ tiếp tục trong năm sau là điều kiện giúp doanh thu của FMC tăng trưởng tốt. Ngoài ra, chúng tôi đánh giá cao triển vọng sắp tới của công ty dựa vào việc đầu tư và khai thác vùng nuôi, tiến tới chủ động một phần về nguyên liệu, giảm mức độ ảnh hưởng của nguyên liệu đầu vào đối với kết quả lợi nhuận. Theo đó, các chỉ số phản ánh khả năng sinh lời và hiệu quả hoạt động dự báo sẽ được cải thiện đáng kể.

EPS dự phóng cho năm 2013 và 2014 lần lượt là 2.013 đồng/cp và 3.665 đồng/cp. Với mức giá thị trường 14.200 đồng/cp ngày 10/12/2013, FMC hiện đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2013 và 2014 lần lượt là 7,0x và 3,8x. Chúng tôi khuyến nghị TÍCH LŨY đối với cổ phiếu FMC trong TRUNG HẠN với mức giá mục tiêu 16.900 đồng/cp.

TỔNG QUAN CÔNG TY

Tập đoàn Hùng Vương (HVG) là cổ đông lớn nắm giữ 41,76%

Thực phẩm Sao Ta (FMC – HSX) là doanh nghiệp có quy mô vừa hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh chế biến tôm xuất khẩu. FMC được thành lập năm 1996, cổ phần hóa năm 2003 và niêm yết trên HSX vào tháng 7/2006. Hiện tại, công ty đang hoạt động với vốn điều lệ 130 tỷ đồng.

Tháng 3/2013, FMC đã phát hành riêng lẻ 5 triệu cổ phiếu cho Tập đoàn Hùng Vương, nâng tỷ lệ sở hữu của HVG lên 41,76%. Trong kế hoạch mở rộng hoạt động kinh doanh sang ngành tôm, nhiều khả năng trong năm sau HVG sẽ nâng tỷ lệ sở hữu FMC lên mức chi phối. Chúng tôi đánh giá đây là sự hợp tác cùng phát triển, với tiềm lực tài chính mạnh và trại nuôi tôm giống hiện có kỳ vọng HVG sẽ hỗ trợ nhiều hơn cho FMC trong việc phát triển vùng nuôi.

Các cổ đông lớn khác gồm có: Tỉnh ủy Sóc Trăng 11,29%, NDH Việt Nam 6,85%...

Hoạt động xuất khẩu tôm chiếm 98% cơ cấu doanh thu

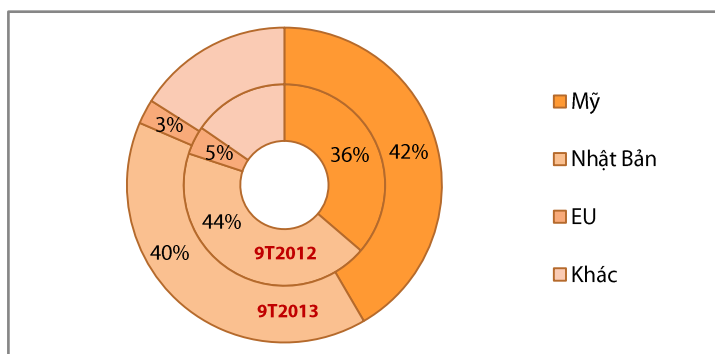
FMC là doanh nghiệp hoạt động chính trong lĩnh vực kinh doanh chế biến tôm xuất khẩu, chiếm 98% cơ cấu doanh thu với mặt hàng chủ lực là tôm sú và tôm thẻ chân trắng. Cơ cấu sản phẩm xuất khẩu của FMC đã chuyển dần từ sản phẩm đông block truyền thống (tôm nguyên liệu đông lạnh) sang các sản phẩm tinh chế (tôm nobashi, tôm tẩm bột, tôm hấp...). Hiện đến 99% các sản phẩm xuất khẩu của FMC là sản phẩm tinh chế, so với tỷ lệ 80% năm 2006.

Ngoài ra, FMC còn xuất khẩu nông sản (khoai lang, đậu bắp, cà tím...) chủ yếu sang thị trường Nhật Bản, tuy nhiên sản lượng và doanh số không đáng kể, chỉ khoảng 2 triệu USD/năm.

Mỹ và Nhật Bản là hai thị trường xuất khẩu chính chiếm tỷ trọng hơn 80%

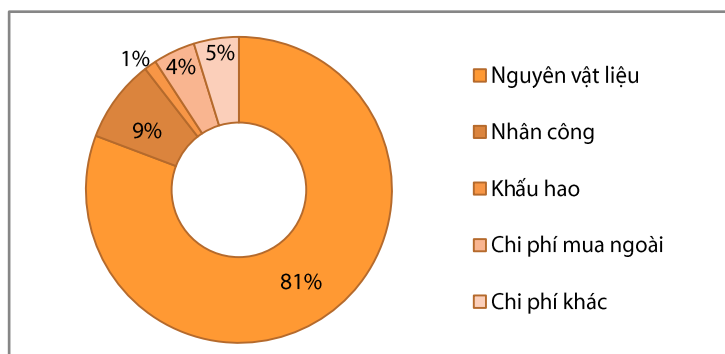
Thị trường xuất khẩu truyền thống của FMC là Nhật với tỷ lệ 45% kim ngạch xuất khẩu năm 2012, tiếp đến là Mỹ, Hàn Quốc và EU với tỷ lệ lần lượt là 38%, 7% và 10%. Tuy nhiên, trong năm 2013 Mỹ đã vươn lên là thị trường xuất khẩu lớn nhất với tỷ lệ 42% kim ngạch xuất khẩu do rào cản kỹ thuật ít khắc khe hơn so với Nhật bên cạnh việc giá bán tại thị trường Mỹ tốt hơn khoảng 10% nên FMC đã chủ động chuyển dịch cơ cấu thị trường. Xu hướng này dự báo sẽ còn tiếp tục trong thời gian tới.

Hình 6. Cơ cấu thị trường xuất khẩu tôm, 9T2012 – 9T2013



Nguồn: FMC, RongViet Securities tổng hợp

Hình 7. Cơ cấu chi phí sản xuất, 2012



Nguồn: FMC, RongViet Securities tổng hợp

Tôm nguyên liệu chủ yếu được mua trong nước và chiếm khoảng 80% cơ cấu chi phí

Tôm nguyên liệu hiện chiếm khoảng 80% trong cơ cấu chi phí, do đó biến động giá tác động rất lớn đến tỷ lợi nhuận gộp của FMC. Công ty chủ yếu được thu mua tôm trong nước, từ các vùng nuôi như Sóc Trăng, Cà Mau, Bạc Liêu, Trà Vinh, Kiên Giang... và một phần bán thành phẩm từ các công ty chế biến tôm trong nước. Ngoài ra, FMC cũng nhập khẩu nguyên liệu/ bán thành phẩm từ một số nước châu Á, tuy nhiên số lượng này không nhiều, chủ yếu phục vụ một số đơn hàng đơn lẻ.



Diện tích vùng nuôi 165 ha và có khả năng tự chủ 10% nguyên liệu năm 2014

Năm 2013 là năm đầu tiên FMC đầu tư vùng nuôi và kết quả bước đầu tương đối khả quan. Diện tích vùng nuôi của công ty vào khoảng 165ha tại Vĩnh Tân – Vĩnh Châu – Sóc Trăng, tuy nhiên trong năm 2013 công ty chỉ sử dụng 100 ha do còn ở giai đoạn nuôi thử nghiệm, sản lượng thu hoạch ước đạt 700 tấn, chủ yếu phục vụ nhu cầu chế biến xuất khẩu ở Q4/2013. Năm 2014, FMC dự kiến thả nuôi với mật độ dày hơn trên diện tích 100ha, tuy nhiên trong tình trạng dịch bệnh EMS vẫn còn là rủi ro như hiện nay, dự báo sản lượng tôm thu hoạch năm 2014 vào khoảng 1.500 tấn, đáp ứng được khoảng 10-12% nhu cầu nguyên liệu cả năm.

Nhà máy chế biến tôm 18 nghìn tấn thành phẩm/năm đã hoạt động hết công suất

Hiện FMC có một nhà máy gồm 6 xưởng chế biến tôm tại tỉnh Sóc Trăng với tổng công suất vào khoảng 50 tấn thành phẩm/ngày, tương đương khoảng 18 nghìn tấn thành phẩm/năm. Nhà máy hiện đã hoạt động hết công suất và dự kiến Q1/2014 FMC sẽ lắp đặt thêm 1 dây chuyền mới với công suất khoảng 10 tấn/ngày, nâng tổng công suất chế biến lên 20%.

Chế biến nông sản thực hiện tại nhà máy An San – Sóc Trăng, công suất 10 tấn thành phẩm /ngày.

Xếp thứ 5 trong top 10 doanh nghiệp xuất khẩu tôm lớn nhất Việt Nam năm 2012

FMC là doanh nghiệp có quy mô vừa trong lĩnh vực xuất khẩu tôm với hơn 20 năm kinh nghiệm. Hoạt động công ty tương đối ổn định và năm 2012 FMC đứng thứ 5 trong top 10 doanh nghiệp xuất khẩu tôm lớn nhất Việt Nam và thứ 9 trong top 10 doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản lớn nhất Việt Nam.

Top 10 doanh nghiệp xuất khẩu tôm lớn nhất Việt Nam năm 2012

STT	Tên công ty	Mã CK	Giá trị xuất khẩu (triệu USD)	Tỷ trọng toàn ngành (%)
1	CTCP Tập đoàn Thủy sản Minh Phú	MPC	357,2	15,9
2	CT TNHH XNK Quốc Việt		107,1	4,8
3	CTCP Thủy sản Sóc Trăng (Stapimex)		104,2	4,6
4	CTCP Chế biến & Dịch vụ Thủy sản Cà Mau (Cases)		79,9	3,6
5	CTCP Thực phẩm Sao Ta (Fimex)	FMC	72,2	3,2
6	CT TNHH Thủy sản Phương Đông (Yueh Chyang)		68,7	3,1
7	CTCP Chế biến thủy sản Út Xi (Utxico)		65,6	2,9
8	CTCP Thủy sản Minh Hải		59,7	2,7
9	CTCP Hải Việt (Havico)		59,1	2,6
10	CTCP Thủy sản và Thương mại Thuận Phước		54,9	2,4

Nguồn: VASEP, Tổng cục Hải quan, RongViet Securities tổng hợp

Rủi ro

(1) Rủi ro nguyên liệu. Tôm nguyên liệu hiện chiếm khoảng 80% trong cơ cấu giá thành, do đó biến động giá tôm nguyên liệu đến kết quả hoạt động kinh doanh là rất lớn. Mặc dù FMC đã bắt đầu chú trọng đầu tư vùng nguyên liệu, song với diện tích 165 ha khả năng FMC chỉ chủ động được tối đa 20% nhu cầu.

(2) Rủi ro vùng nuôi. Việc đầu tư vùng nguyên liệu, tiến tới tự chủ một phần về nguyên liệu là một hướng đi chiến lược và mang lại lợi nhuận cao, nhưng cũng tiềm ẩn nhiều rủi ro trong tình hình dịch bệnh EMS vẫn chưa được kiểm soát hoàn toàn như hiện nay.

DỰ PHÓNG HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Những giả định chính

Chỉ tiêu	FY2013E	FY2014F	FY2015F	FY2016F	FY 2017F
Tăng trưởng sản lượng (%)	25,6	13,4	6,5	6,5	6,1
Tăng trưởng giá xuất khẩu (%)	12,5	-4,1	1,5	2,0	2,0
Tăng trưởng doanh thu (%)	41,4	8,7	8,2	8,6	8,2
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	6,1	7,2	7,7	8,1	8,3
EBIT/DT (%)	1,9	2,9	3,4	3,7	4,0
Capex (tỷ đồng)	25,7	9,6	4,6	1,7	1,0

Nguồn: RongViet Securities dự phóng

Doanh thu dự báo tăng mạnh năm 2013 và tăng trưởng CAGR giai đoạn 2013-2017 là 6,7%.

Hoạt động kinh doanh của FMC có tính mùa vụ rõ nét, sản lượng tiêu thụ thường tăng mạnh vào 2 quý cuối năm do vào mùa thu hoạch chính của vụ tôm cũng như nhu cầu tiêu thụ tại các thị trường tăng lên vào các dịp lễ giáng sinh, năm mới. 11T2013, doanh số tiêu thụ đạt ~96 triệu USD, trong đó từ Q3 đến nay là 60,3 triệu USD. Dự phóng năm 2013, doanh thu ước đạt 2.172 tỷ đồng, tăng 41,4%.

Năm 2014, doanh thu dự báo tăng 8,7% chủ yếu nhờ vào khả năng tăng sản lượng tiêu thụ. Giá tôm xuất khẩu năm nay dự báo đã đạt đỉnh và sẽ giảm nhẹ trong năm sau. Giai đoạn 2013-2017, dự báo doanh thu của FMC sẽ tăng với tốc độ bình quân CAGR là 6,7%.

Tỷ suất lợi nhuận gộp dự báo cải thiện dần từ Q4/2013 qua các năm sau nhờ khai thác nguyên liệu từ vùng nuôi. Giá nguyên liệu tăng mạnh thời gian gần đây đã co hẹp biên lợi nhuận từ hoạt động chế biến xuất khẩu, giảm từ 6,2% Q1/2013 còn 3,8% Q3/2013. Tuy nhiên, Q4/2013 nhờ vào nguyên liệu khai thác từ vùng nuôi mà biên lợi nhuận dự báo sẽ cải thiện đáng kể, đạt khoảng 9,6%. Theo đó, năm 2013 biên lợi nhuận gộp ước đạt 6,1%, giảm nhẹ so với 6,6% năm 2012.

Từ năm 2014 - 2017, dự phóng tỷ suất lợi nhuận gộp của FMC sẽ tăng dần cùng với sự mức tăng sản lượng tôm thu hoạch từ vùng nuôi, đạt khoảng 8,3% vào năm 2017 tương ứng với khả năng tự chủ nguyên liệu khoảng 18-20%.

Dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh

Chỉ tiêu (VND tỷ đồng)	FY2011	FY 2012	FY 2013E	FY 2014F	FY 2015F	FY 2016F	FY 2017F
Doanh thu thuần	1.899,2	1.536,1	2.172,1	2.362,1	2.555,4	2.776,3	3.003,1
Lợi nhuận gộp	116,8	101,0	132,9	169,6	198,0	228,4	249,7
CPBH & CPQLDN	83,0	73,8	97,7	109,6	120,1	130,5	141,1
Lợi nhuận từ HĐKD	33,7	27,2	35,1	60,0	77,9	97,9	108,5
EBITDA	79,4	53,5	59,6	87,4	107,6	129,1	140,8
EBIT	64,7	35,9	41,2	68,0	87,6	108,6	120,3
Chi phí tài chính	53,2	30,4	14,8	16,3	17,9	19,7	21,7
- Chi phí lãi vay	36,1	29,2	14,1	15,5	17,0	18,7	20,6
Khấu hao	(14,8)	(17,6)	(18,4)	(19,4)	(20,0)	(20,5)	(20,5)
Khoản mục không thường xuyên (*)							
Khoản mục bất thường (*)							
Lợi nhuận trước thuế	28,6	6,7	27,1	52,5	70,6	89,9	99,7
Lợi nhuận sau thuế	28,4	6,1	24,6	47,6	64,0	81,5	90,4
Lợi nhuận sau thuế điều chỉnh (*)							
Lãi cơ bản trên cổ phiếu	3.930	844	2.013	3.665	4.925	6.270	6.956

Nguồn: FMC, RongViet Securities

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Khả năng sinh lời và hiệu quả hoạt động

Chỉ tiêu (VND tỷ đồng)	FY2011	FY 2012	FY 2013E	FY 2014F	FY 2015F	FY 2016F	FY 2017F
Chỉ tiêu sinh lợi (%)							
Lợi nhuận gộp/Doanh thu	6,1	6,6	6,1	7,2	7,7	8,1	8,3
EBITDA/Doanh thu	4,2	3,5	2,7	3,7	4,2	4,5	4,7
EBIT /Doanh thu	3,4	2,3	1,9	2,9	3,4	3,7	4,0
LNST/Doanh thu	1,5	0,4	1,1	2,0	2,5	2,8	3,0
Vòng quay Vốn lưu động (x)							
Hàng tồn kho	5,7	5,0	10,3	9,8	9,5	9,2	8,5
Khoản phải thu	17,9	12,2	16,1	15,7	14,9	14,6	14,4
Khoản phải trả	55,6	34,1	33,6	31,0	31,2	30,0	29,4
Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt	78,4	91,4	47,2	48,9	51,0	52,4	55,6
Phân tích Dupont							
Tỷ suất lợi nhuận ròng (%)	1,5	0,4	1,1	2,0	2,5	2,8	3,0
Vòng quay tổng tài sản (x)	3,0	2,5	4,3	4,1	4,2	4,4	4,5
Hệ số đòn bẩy (x)	3,8	3,8	2,7	2,5	2,4	2,2	2,0
ROE (%)	16,8	3,7	13,1	20,6	24,8	26,4	26,8

Nguồn: FMC, RongViet Securities tổng hợp và dự phóng

Năm 2012	FMC	CMX	MPC
Chỉ tiêu sinh lợi (%)			
Lợi nhuận gộp/Doanh thu	6,6	11,9	11,2
EBITDA/Doanh thu	3,5	7,2	7,5
EBIT /Doanh thu	2,3	5,9	5,6
LNST/Doanh thu	0,4	0,3	0,2
ROA	1,0	0,4	0,3
ROE	3,7	1,8	1,2
Vòng quay Vốn lưu động (x)			
Hàng tồn kho	5,0	1,9	3,0
Khoản phải thu	12,2	9,6	317,3
Khoản phải trả	34,1	11,5	13,0
Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt	91,4	200,9	93,2

Nguồn: FMC, CMX, MPC, RongViet Securities tổng hợp

Hoạt động chế biến tôm xuất khẩu mặc dù bị co hẹp về biên lợi nhuận gộp, song năm nay lợi nhuận từ vùng nuôi đã bù đắp được cho sự sụt giảm này. So với các doanh nghiệp chế biến tôm xuất khẩu đang niêm yết khác, mặc dù biên lợi nhuận gộp của FMC tương đối thấp, song các chỉ số phản ánh khả năng sinh lời khác như tỷ suất lợi nhuận ròng, ROA, ROE nhìn chung hấp dẫn hơn. Trong những năm tới, dự báo khả năng sinh lời của FMC sẽ được cải thiện dần cùng với mức tăng sản lượng thu hoạch tôm từ vùng nuôi.

Khả năng quản lý vốn lưu động của doanh nghiệp cải thiện tốt trong năm nay và dự báo sẽ vẫn duy trì được sự cải thiện này trong những năm tới.

Cấu trúc tài chính

Chỉ tiêu (%)	FY2011	FY 2012	FY 2013E	FY 2014F	FY 2015F	FY 2016F	FY 2017F
Tổng nợ/VCSH	352,9	193,0	154,1	145,9	128,1	106,1	90,1
Tổng nợ/TTS	77,9	65,9	60,7	59,3	56,2	51,5	47,4
Vay ngắn hạn/VCSH	332,4	161,1	121,2	117,1	98,1	77,5	62,8
Vay dài hạn/VCSH	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vay ngắn hạn/TTS	73,4	54,9	47,7	47,6	43,0	37,6	33,1
Vay dài hạn/TTS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Nguồn: FMC, RongViet Securities

Năm 2012	FMC	CMX	MPC
Tổng nợ/VCSH	193,0	339,7	366,4
Tổng nợ/TTS	65,9	77,3	77,7
Vay ngắn hạn/VCSH	161,1	273,6	263,3
Vay dài hạn/VCSH	0,0	12,1	63,3
Vay ngắn hạn/TTS	54,9	62,2	60,3
Vay dài hạn/TTS	0,0	2,8	14,5

Nguồn: FMC, CMX, MPC, ngành thủy sản, RongViet Securities

FMC không có các khoản vay dài hạn và vay ngắn hạn của FMC chủ yếu nhằm mục đích bổ sung vốn lưu động. Năm nay, tỷ lệ nợ vay của FMC dự báo giảm đáng kể nhờ nguồn vốn bổ sung từ đợt phát hành riêng lẻ cho HVG cũng như khả năng quản lý vốn lưu động của công ty được cải thiện hơn.

So với CMX, MPC thì tỷ lệ nợ vay của FMC thấp hơn hẳn và hiện tại mức tín dụng của FMC tại các ngân hàng khá tốt. Lãi suất vay đối với VND vào khoảng 7-8% và đối với USD là 3,5%. Đây là một yếu tố thuận lợi của FMC trong bối cảnh nhiều doanh nghiệp thủy sản hiện nay gặp khó khăn trong việc tiếp cận với nguồn vốn vay ngân hàng.

ĐỊNH GIÁ

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	19.682	50%	9.841
P/E	14.138	50%	7.069
Giá bình quân			16.910

Nguồn: Rongviet Securities

Người phân tích sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF và phương pháp so sánh P/E để định giá cổ phiếu FMC với tỷ lệ mỗi phương pháp là 50%.

Phương pháp FCFF được sử dụng với tỷ suất chiết khấu (WACC) giai đoạn 2013-2017 là 15,1% và từ năm 2017 trở đi là 13,5%. Tốc độ tăng trưởng dài hạn của FCFF là 5,5%.

Đối với phương pháp so sánh P/E người viết sử dụng tham chiếu từ nhóm các doanh nghiệp hoạt động trong ngành chế biến và xuất khẩu thủy sản đang niêm yết trên sàn. P/E tham chiếu ngành là 11,5x. Tuy nhiên vì tham chiếu ngành bị ảnh hưởng chi phối của các cổ phiếu có vốn hóa thị trường lớn như HVG, MPC nên chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 40%, theo đó P/E tham chiếu hợp lý vào khoảng 7,0x.

Mã CK	Vốn hóa TT (tỷ VND)	Trailing P/E
ABT	446,5	6,6
AGF	477,9	6,5
ANV	708,5	17,6
AVF	206,9	5,7
BLF	36,0	7,8
CMX	83,3	32,2
ICF	69,0	22,7
HVG	3.132,0	11,8
MPC	1.768,9	10,6
Bình quân		11,5

Nguồn: Rongviet Securities tổng hợp, tính theo giá cổ phiếu ngày 9/12/2013

SƠ LƯỢC NGÀNH TÔM

Năm 2013 ngành tôm trở thành điểm sáng nhất trong bức tranh xuất khẩu thủy sản Việt Nam

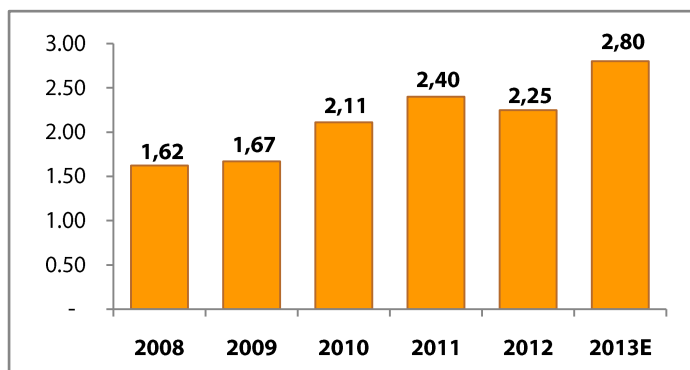
Thái Lan, Việt Nam, Indonesia, Ấn Độ, Trung Quốc... là những quốc gia xuất khẩu tôm lớn trên thế giới. Trong đó, Việt Nam đứng vị trí thứ 2 thế giới về xuất khẩu tôm vào thị trường Nhật Bản, thứ 5 tại thị trường Mỹ và thứ 6 tại EU. Tính đến hết Q3/2013, kim ngạch xuất khẩu tôm đạt 2 tỷ USD, chiếm gần ½ tổng kim ngạch xuất khẩu thủy sản và dự kiến đến hết năm có thể đạt 2,8 tỷ USD, tăng 27% so với năm 2012.

Nguyên nhân là do năm 2013, sản lượng tôm toàn cầu đã giảm mạnh do hội chứng tôm chết sớm ở châu Á (EMS) và Thái Lan nước công nghiệp sản xuất chế biến tôm lớn nhất thế giới lại nằm tại trung tâm bùng nổ dịch bệnh. Đồng thời, nhờ giá xuất khẩu tăng cao đã tạo cơ hội cho một số nguồn cung cấp lớn như Ấn Độ, Ecuador và Việt Nam.

Mỹ vượt Nhật Bản trở thành thị trường nhập khẩu tôm lớn nhất của Việt Nam

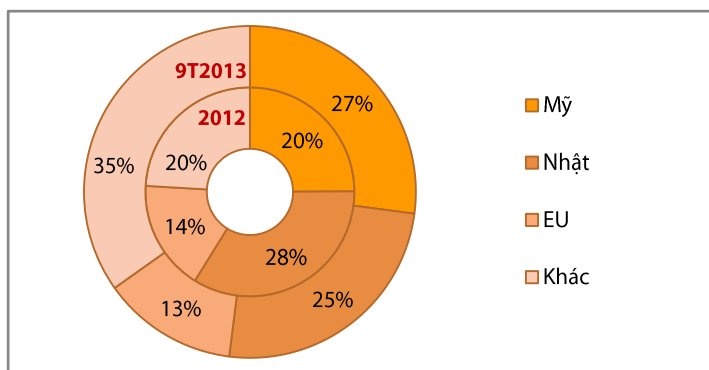
Hoạt động xuất khẩu tôm vẫn duy trì gia tăng đều đặn ở nhiều thị trường, trong đó Mỹ đạt ~543 triệu USD tăng 62,6%, Nhật Bản tăng 12,8%, EU tăng 14,8%, Trung Quốc tăng 42,8%, Hàn Quốc tăng 7,2%...

Hình 8. Kim ngạch xuất khẩu tôm Việt Nam 2009 – 2013E (tỷ USD)



Nguồn: VASEP, RongViet Securities tổng hợp

Hình 9. Cơ cấu thị trường tiêu thụ, 2012 - 9T2013



Nguồn: VASEP, RongViet Securities tổng hợp

Tháng 9 ngành tôm Việt Nam đón nhận tin tích cực từ kết quả kỳ POR7 và thuế chống trợ cấp

Kết quả cuối cùng của kỳ POR7, giai đoạn 1/2/2011 đến 31/1/2012, thuế chống bán phá giá đối với mặt hàng tôm Việt Nam là 0%, áp dụng cho toàn bộ 33 doanh nghiệp xuất khẩu tôm Việt Nam. Bên cạnh đó, Ủy ban Thương mại Quốc tế Mỹ (ITC) đã phủ quyết quyết định áp thuế chống trợ cấp 4,52% của Bộ Thương mại Mỹ (DOC) trong vụ kiện chống trợ cấp khởi xướng vào cuối tháng 12/2012.

Hai quyết định này không chỉ giảm bớt gánh nặng về mặt chi phí cho các doanh nghiệp xuất khẩu tôm Việt Nam mà quan trọng hơn là Mỹ đã thừa nhận ngành xuất khẩu tôm Việt Nam - một nền kinh tế mà Mỹ cho là phi thị trường, đã và đang hoạt động theo cơ chế thị trường và không nhận bất cứ sự trợ cấp nào từ phía chính phủ.

Năm 2014 giá xuất khẩu tôm dự báo giảm

Với phát hiện gần đây về nguyên nhân gây ra dịch bệnh Hội chứng tôm chết sớm – EMS (hay hội chứng hoại tử gan tụy cấp – AHPNS) có hy vọng bệnh dịch này sẽ được kiểm soát trong vụ mùa sắp tới. Bên cạnh đó, các nhà sản xuất ở Ecuador, Indonesia, Ấn Độ, Bangladesh và Myanmar là những khu vực không bị ảnh hưởng bởi bệnh dịch này đang tiến hành mở rộng sản xuất để lấp đầy khoảng trống nguồn cung. Do đó, tình trạng khan hiếm nguyên liệu có khả năng được cải thiện trong năm 2014 và giá xuất khẩu dự báo giảm trong năm sau.



Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	2011A	2012A	2013E	2014F
Doanh thu thuần	1.899,2	1.536,1	2.172,1	2.362,1
Giá vốn	1.782,4	1.435,1	2.039,2	2.192,6
Lãi gộp	116,8	101,0	132,9	169,6
Chi phí bán hàng	59,1	51,7	67,3	75,6
Chi phí quản lý	24,0	22,1	30,4	34,0
Thu nhập từ HĐTC	47,3	9,0	6,8	8,8
Chi phí tài chính	53,2	30,4	14,8	16,3
Lợi nhuận khác	0,8	1,0	0,0	0,0
Lợi nhuận trước thuế	28,6	6,7	27,1	52,5
Thuế TNDN	0,2	0,6	2,5	4,9
Lợi ích cổ đông thiểu số	0,0	0,0	0,0	0,0
Lợi nhuận sau thuế	28,4	6,1	24,6	47,6
EBIT	64,7	35,9	41,2	68,0
EBITDA	79,4	53,5	59,6	87,4

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2011A	2012A	2013E	2014F
Tăng trưởng				
Doanh thu	29,2	-19,1	41,4	8,7
Lợi nhuận HKKD	4,0	-19,4	29,1	70,8
EBITDA	31,3	-32,6	11,4	46,6
EBIT	39,7	-44,5	14,7	65,1
Lợi nhuận sau thuế	5,9	-78,5	303,6	93,7
Tổng tài sản	55,0	-41,0	22,1	6,3
Vốn chủ sở hữu	3,3	-8,9	40,9	9,8
Tốc độ tăng trưởng nội tại	5,0	3,7	6,2	9,4
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	6,1	6,6	6,1	7,2
LN HKKD / Doanh thu	1,8	1,8	1,6	2,5
EBITDA/ Doanh thu	4,2	3,5	2,7	3,7
EBIT/ Doanh thu	3,4	2,3	1,9	2,9
LNST/ Doanh thu	1,5	0,4	1,1	2,0
ROA	4,4	1,0	4,8	8,2
ROIC or RONA	38,1	21,8	21,8	29,3
ROE	16,8	3,7	13,1	20,6
Hiệu quả hoạt động (x)				
Vòng quay kh. phải thu	17,9	12,2	16,1	15,7
Vòng quay hàng tồn kho	5,7	5,0	10,3	9,8
Vòng quay khoản phải trả	55,6	34,1	33,6	31,0
Khả năng thanh toán (x)				
Hiện hành	1,1	1,1	1,3	1,3
Nhanh	0,4	0,5	0,6	0,7
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	352,9	193,0	154,1	145,9
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	332,4	161,1	121,2	117,1
Vay dài hạn/ Vốn CSH	0,0	0,0	0,0	0,0

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2011A	2012A	2013E	2014F
Tiền	134,5	12,7	32,6	37,7
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0,0	0,0	0,0	0,0
Các khoản phải thu	122,1	128,7	141,2	160,6
Tồn kho	387,5	181,3	214,1	234,6
Tài sản ngắn hạn khác	7,5	6,9	36,5	35,8
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	651,5	329,7	424,4	468,8
Tài sản cố định hữu hình	73,0	90,6	79,9	77,6
Tài sản cố định vô hình	2,8	7,8	7,6	7,4
Xây dựng cơ bản dở dang	32,2	16,0	34,7	27,7
Bất động sản đầu tư	0,0	0,0	0,0	0,0
Đầu tư tài chính dài hạn	10,4	10,4	10,4	10,4
Tài sản dài hạn khác	8,2	4,4	3,3	3,4
TSCĐ và đầu tư dài hạn	126,5	129,3	135,9	126,5
TỔNG TÀI SẢN	778,0	459,0	597,2	644,2
Tiền hàng phải trả và ứng trước	12,0	25,9	36,7	30,7
Khoản phải trả ngắn hạn khác	22,7	23,5	35,4	38,5
Vay và nợ ngắn hạn	570,9	252,1	267,2	283,5
Vay và nợ dài hạn	0,0	0,0	0,0	0,0
Khoản phải trả dài hạn khác	0,5	0,5	0,5	0,5
Tổng nợ	606,1	302,1	339,8	353,2
Vốn chủ sở hữu	171,8	156,5	220,5	242,1
Vốn đầu tư của CSH	80,0	80,0	130,0	130,0
Lợi nhuận giữ lại	31,1	8,8	20,5	42,1
Các quỹ	37,7	43,9	43,9	43,9
Nguồn kinh phí và quỹ khác	0,0	0,0	0,0	0,0
Nguồn vốn chủ sở hữu	171,8	156,5	220,5	242,1
Lợi ích cổ đông thiểu số	0,0	0,0	0,0	0,0
TỔNG NGUỒN VỐN	777,9	458,5	560,3	595,3
LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2011A	2012A	2013E	2014F
LNTT	27,8	6,7	27,1	52,5
Khấu hao	14,8	17,6	18,4	19,4
<i>Các điều chỉnh</i>	28,3	21,3	9,8	11,0
Thay đổi vốn lưu động	-211,4	186,6	-36,1	-57,6
Tiền thuần từ HĐKD	-140,5	232,2	19,3	25,4
Thay đổi TSCĐ	-18,9	-25,6	-24,9	-8,7
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	3,2	0,0	0,0	0,0
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	14,1	8,0	2,8	3,4
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	-1,6	-17,6	-22,1	-5,3
Nhận/trả lại vốn góp	0,0	0,0	52,4	0,0
Vay mới/trả nợ vay	253,6	-318,5	-25,4	15,4
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ	-16,6	-18,1	-4,4	-30,3
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	237,0	-336,5	22,6	-14,9
Tiền thuần trong kỳ	94,8	-121,9	19,8	5,2
Tiền đầu năm	40,6	134,5	12,7	32,6
Ảnh hưởng của tỷ giá	-0,9	0,1	0,0	0,0
Tiền cuối kỳ	134,5	12,7	32,6	37,7

BÁO CÁO CÔNG TY

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, 2013.**