

Báo cáo cập nhật AGM 2011

7/4/2011

# CTCP Tập đoàn Thủy sản Minh Phú

## Khả năng tăng trưởng ổn định với các nhân tố nền tảng tốt, kiến nghị **NĂM GIỮ**

MPC tiếp tục duy trì vị thế dẫn đầu về kim ngạch xuất khẩu tôm năm 2010 ~ USD248 triệu (gấp 2.4 lần đối thủ lớn tiếp theo – Thủy sản Quốc Việt và 2.9 lần so với doanh nghiệp Út Xi). Tương ứng với thành quả trên là mức tăng trưởng 65% về doanh thu và 28% về LNR. Dự phóng năm 2011, LNR tiếp tục tăng 27% ~ đạt VND389 tỷ, EPS VND5,564/CP (+ 27% yoy). 6M2011, LNTT đạt VND240 tỷ (+91% yoy).

Với các kế hoạch mở rộng quy mô (tham khảo *Định hướng kinh doanh dài hạn* trang 2), công ty sẽ không chia cổ tức trong năm nay. Dựa trên cơ sở các yếu tố cơ bản tốt về thị trường tiêu thụ; khả năng gia tăng năng lực sản xuất, thị phần và liên kết dọc giữa khâu chế biến & nuôi trồng tạo mức tăng trưởng lợi nhuận ổn định, chúng tôi kiến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu MPC. Giá mục tiêu là VND24,400/cp (cao hơn 10% so với mức hiện tại ~ VND22,200), dựa trên P/E forward ~ 4.4x.

## Kết quả kinh doanh năm 2010 và chiến lược phát triển

### LNR năm 2010 tăng 28%

Kết quả khả quan về doanh thu ~ VND5,108 tỷ (+ 65% yoy) và LNR ~ VND306 tỷ (+ 28% yoy) của MPC năm 2010 đến từ các nhân tố sau:

- *Tăng trưởng doanh thu ~ 65%*, trong đó tăng trưởng sản lượng xuất khẩu đóng góp chủ yếu ~ 44% (từ 16,096 tấn lên 23,120 tấn) và tốc độ tăng giá ở mức 9% (từ USD9.9/kg lên USD10.7/kg).
- *Biên LNHĐKD chính tăng từ 7% lên 8.5%* do: i) Tỷ suất LNG được giữ ổn định ~ 14.9% (2010 ~ 14.6%) trên cơ sở tốc độ tăng đơn giá xuất khẩu vẫn bù đắp được tốc độ tăng chi phí nguyên liệu (từ VND92,700/kg lên VND107,500/kg tôm thương phẩm - loại 40 con/kg). ii) Tỷ lệ chi phí bán hàng/DT giảm từ 6.6% xuống 5.3%.
- *Thu tài chính ròng giảm mạnh* (từ VND39 tỷ xuống VND-117 tỷ) do không ghi nhận lợi nhuận từ hoạt động đầu tư chứng khoán như năm 2009 (cổ tức ~ VND34 tỷ, lãi chứng khoán ~ VND134 tỷ). Tuy nhiên, *lợi nhuận khác đột biến* ~ VND58 tỷ (từ các khoản thuế được hoàn ~ VND33 tỷ và tiền lãi tạm nộp thuế chống bán phá giá POR 2 & 3 ~ VND 19 tỷ) giữ biên LNR ở mức 6% (2009 ~ 7.7%).

### Thông tin cổ phiếu

#### Giá

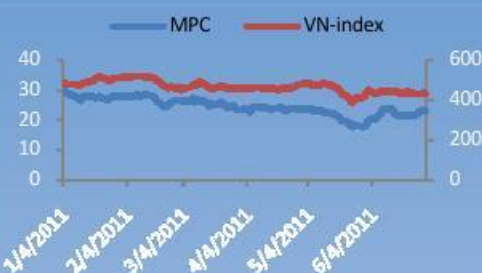
Cao nhất (52 tuần)	VND36,800
Thấp nhất (52 tuần)	VND17,700

#### Cổ Phần

Cổ phiếu đang lưu hành	70,000,000
Mệnh Giá	VND10,000
Vốn hóa	VND1,554 tỷ
Tỷ lệ nước ngoài đang sở hữu	15.79%
Tỷ lệ sở hữu nhà nước	0%

Nguồn: Công ty, SBS

### Giá cổ phiếu



Nguồn: SBS

### TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH (VND/Tỷ)

Năm	2009	2010	2011F
Doanh thu (VND'tỷ)	3,094	5,108	7,936
Lợi nhuận gộp	452	759	1,146
LNR	239	306	389
Tổng tài sản	2,222	3,895	
ROE (%)	24%	25%	
EPS (VND/CP)	3,417	4,376	5,564

Nguồn: SBS

### Ngô Thị Minh Huyền

 Trưởng nhóm ngành thực phẩm  
[huyen.ntm@sbsc.com.vn](mailto:huyen.ntm@sbsc.com.vn)

### Nguyễn Hoàng Bích Ngọc

 Nhân viên phân tích  
[ngoc.nhb@sbsc.com.vn](mailto:ngoc.nhb@sbsc.com.vn)



6M2011 LNTT sơ bộ đạt VND240 tỷ (+ 91% yoy)

Q1/2011, MPC ghi nhận VND1,255 tỷ doanh thu (+ 89% yoy) và VND49 tỷ LNR (+ 27% yoy). Biên LNHKD chính không thay đổi nhiều ~ 8.3% (Q1/2010 ~ 8%) chủ yếu đến từ hiệu quả tiết kiệm chi phí hoạt động (tỷ lệ CPHĐ/DT giảm từ 6.9% xuống 5.5%), trong khi tỷ suất LNG có xu hướng giảm (từ 14.9% xuống 13.8%) do chi phí nguyên liệu ngày càng tăng. Lợi nhuận tài chính giảm mạnh từ VND-3.3 tỷ xuống VND-43 tỷ (do chi phí lãi vay tăng từ VND24 tỷ lên VND55 tỷ và khoản dự phòng giảm giá 20 triệu chứng chỉ quỹ tầm nhìn SSI ~ VND28 tỷ), nên LNR không tăng mạnh như doanh thu.

Tại ĐHCĐ, ông Lê Văn Quang - Chủ tịch HĐQT công bố kết quả sơ bộ 6M2011. Theo đó, sản lượng xuất khẩu đạt 11,500 tấn ~ kim ngạch USD140 triệu. LNTT hợp nhất ước đạt VND240 tỷ (VND160 tỷ từ hoạt động chế biến xuất khẩu và VND80 tỷ từ mảng nuôi tôm) ~ hoàn thành 39% kim ngạch xuất khẩu và 34% kế hoạch LNTT.

Định hướng kinh doanh dài hạn

Giai đoạn 2011 – 2015, MPC tiếp tục đặt mục tiêu tăng trưởng cao về kim ngạch ~ bình quân 30%/năm và LNST ~ bình quân 56%/năm. Trong đó, giá trị xuất khẩu tăng trưởng dựa trên sự cải thiện cả năng lực sản xuất (từ nhà máy mới Minh Phú – Hậu Giang và nhà máy Cà Mau) và năng lực xuất khẩu (kỳ vọng phát triển thị phần và nhu cầu tiêu thụ). Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận nhanh hơn theo mức độ tự chủ nguyên liệu nâng cao qua các năm.

Trong năm 2011, bên cạnh thị trường chủ lực – thị trường Mỹ (~ 44% kim ngạch), công ty dự kiến cơ hội phát triển tốt tại Nhật (~ 15% kim ngạch). Theo MPC, thiên tai tại Nhật đầu năm 2011 đã tàn phá nhiều nhà máy chế biến tôm GTGT của quốc gia này, từ đó dẫn đến nhu cầu bổ sung mặt hàng tôm GTGT – thế mạnh của công ty. MPC cho biết đã ký được hợp đồng nhập khẩu lớn sang thị trường Nhật sau khi khách hàng kiểm tra các tiêu chuẩn sản xuất của công ty.

Kế hoạch phát triển giai đoạn 2011 - 2015					
	2011	2012	2013	2014	2015
Sản lượng (tấn)	36,000	55,000	66,000	80,000	90,000
Nhà máy Hậu Giang	8,000	20,000	30,000	40,000	50,000
Nhà máy Cà Mau	28,000	35,000	36,000	40,000	40,000
Vùng nuôi					
Diện tích (ha)	1,200 (600ha mặt nước)	2,200	3,200	4,200	5,200
Chủ động nguyên liệu	23%	34%	46%	55%	70%
Vốn cố định (VND'tỷ)	393	384	626	658	919
Vốn lưu động (VND'tỷ)	357	781	1,329	2,037	2,779
Giá trị xuất khẩu (USD'triệu)	360	575	703	870	988
LNST (VND'tỷ)	615	1,102	1,671	2,670	3,562
Vốn điều lệ (VND'tỷ)	700	1,000	1,000	1,000	1,000
Nguồn: MPC					

Gia tăng quy mô hoạt động và mở rộng khả năng liên kết giữa khâu chế biến & nuôi trồng

Nhằm tài trợ kế hoạch đầu tư trên, tháng 12/2010 và 3/2011, MPC đã phát hành thành công VND700 tỷ trái phiếu ghi sổ kỳ hạn 3 năm, trong đó:

- VND200 tỷ bổ sung vốn cho nhà máy Minh Phú – Hậu Giang. Dự án được khởi công từ tháng 8/2009 với công suất thiết kế 40,000 tấn/năm, vốn đầu tư ~ USD50 triệu. Dự kiến ngày 10/07/2011 nhà máy sẽ đi vào hoạt động với hiệu suất 20% trong năm 2011 và tăng dần trong các năm tiếp theo. Với mục tiêu kim ngạch xuất khẩu USD1 tỷ trong 5 năm tới, MPC còn hướng đến khả năng nâng tổng công suất lên 90,000 tấn/năm.
- VND500 tỷ đầu tư vùng nguyên liệu. Được biết chính quyền địa phương các tỉnh Kiên Giang, Cà Mau đã có kế hoạch giao thêm gần 4,000 ha đất (2,800 ha tại Kiên Giang và 1,200 ha tại Cà Mau) cho công ty phát triển vùng nuôi. Tuy nhiên, khó khăn lớn



nhất hiện nay là nguồn tài trợ trong tình hình lãi vay ngân hàng cao. Tổng vốn cố định cần thêm dự kiến xấp xỉ VND2,480 tỷ (bao gồm quyền sử dụng đất và chi phí đào ao), chưa kể đến chi phí con giống và nhân công hàng năm.

Việc gia tăng công suất khi mức độ chủ động nguyên liệu còn thấp ~ 23% và giá nguyên liệu mua ngoài vẫn ở mức cao có khả năng thu hẹp biên lợi nhuận trong năm nay. Tuy nhiên, mở rộng quy mô sản xuất là bước đi cần thiết trong thời điểm hiện tại:

- i) Năm 2010, MPC đã hoạt động với hiệu suất 116% công suất thiết kế (~ 20,000 tấn/năm) và công suất huy động tối đa của nhà máy cũ chỉ đáp ứng được 80% đơn hàng hiện nay.
- ii) Gia tăng nguồn cung tôm thành phẩm thời điểm này còn là cơ hội để công ty mở rộng thị phần từ việc thu hút đơn hàng của những doanh nghiệp nhỏ gặp khó khăn do thiếu nguyên liệu cũng như chưa có khả năng kiểm soát chi phí đầu vào. Thực tế, thị phần xuất khẩu theo sản lượng của MPC từ năm 2010 đến 5M2011 đã tăng từ 10% lên 13%. Với tỷ lệ tự chủ hiện tại, chi phí nguyên liệu bình quân/kg thành phẩm của công ty ước tính thấp hơn 9% so với các doanh nghiệp thu mua 100% nguyên liệu và sẽ tiếp tục ở mức cạnh tranh hơn khi quy mô vùng nuôi ngày càng tăng. MPC là một trong ít doanh nghiệp xuất khẩu tôm đầu tư phát triển khâu nguyên liệu.

#### *Tăng vốn điều lệ từ VND700 tỷ lên VND1,000 tỷ*

ĐHCĐ 2011 đã thông qua quyết định tăng VDL lên 1,000 tỷ bằng cách phát hành riêng lẻ cổ phiếu, trái phiếu chuyển đổi hoặc kết hợp cả 2 hình thức trên trong năm 2011 và 2012. Hiện tại, công ty đang xem xét khả năng phát hành USD25 triệu trái phiếu chuyển đổi cho một quỹ đầu tư tại Hongkong:

- Lãi suất dự kiến 1.5%/năm.
- Giá chuyển đổi bằng bình quân giá CP trong 15 ngày trên thị trường tại thời điểm phát hành cộng biên độ 30%.
- Kỳ hạn 3 – 5 năm.

Các điều khoản thỏa thuận đã được thống nhất, tuy nhiên công ty đang xem xét thời điểm phát hành thích hợp theo mức giá chuyển đổi kỳ vọng ~ VND40,000/CP. Với giá mục tiêu trên, dự kiến lượng CP chuyển đổi tương ứng khoảng 12.5 triệu CP. Như vậy, 17.5 triệu CP còn lại sẽ được phát hành riêng lẻ trong vòng 6 tháng sau đợt phát hành trái phiếu. Kế hoạch tăng vốn này nhằm mục đích phát triển vùng nguyên liệu và bổ sung vốn lưu động sản xuất. Trong thời gian lựa chọn đối tác và thời điểm thích hợp, MPC sẽ tiếp tục sử dụng lợi nhuận nuôi tôm để tái đầu tư vùng nguyên liệu và chưa có ý định gia tăng vốn vay trong tình hình này.

## Nhận định thị trường và dự phóng năm 2011

### *Tình hình dịch bệnh trên tôm nuôi vẫn chưa có dấu hiệu khả quan*

Theo VASEP, đến giữa tháng 6/2011, diện tích tôm bệnh lên đến hơn 52,000 ha ~ 9.5% tổng diện tích tôm ở ĐBSCL. Mức độ khan hiếm nguồn cung giữa các địa phương có sự khác biệt lớn, thiệt hại nặng nhất là Sóc Trăng, trong khi tỷ lệ tôm bệnh tại Cà Mau, Bạc Liêu tương đối thấp. Tuy nhiên, giá tôm thương phẩm vẫn gia tăng đều trên toàn khu vực do sự cạnh tranh thu mua nguyên liệu giữa doanh nghiệp.

Giá tôm sú bình quân 6M2011 đạt mức VND153,000/kg (+ 36% yoy - loại 40 con/kg). Dự kiến mức giá sẽ dao động trong khoảng VND152,000 – VND163,000/kg đến hết năm 2011, do vụ tôm II đang tiếp tục đối mặt với nhiều rủi ro, từ con giống, tình hình dịch bệnh chưa được kiểm soát và khả năng mưa bão theo tính chu kỳ trong các tháng tới.

Tình hình dịch bệnh			
	% sản lượng/tổng cung tôm tại ĐBSCL	Diện tích thiệt hại (ha)	% diện tích tôm bệnh/ tổng diện tích tỉnh
Cà Mau	34%	2,223	1%
Bạc Liêu	24%	7,537	7%
Sóc Trăng	21%	20,000	39%

*Nguồn: Bộ NN&PTNT*

Không chỉ ở Việt Nam, nguồn cung tôm của các quốc gia khác trong khu vực cũng đang có xu hướng giảm:



- Chủ tịch Hiệp hội tôm Surat Thani dự báo sản lượng tôm Thái Lan sẽ giảm xấp xỉ 18% trong năm nay (từ 670,000 tấn xuống 550,000 tấn) do ảnh hưởng từ tình hình lũ lụt tại miền Nam – khu vực sản xuất tôm chính vào cuối tháng 2/2011. Một dự báo khác nhận định đợt lũ vừa qua gây thiệt hại ít nhất 50,000 tấn tôm Thái Lan.
- Không có thống kê chính thức về mức độ thiệt hại, nhưng hiện dịch bệnh đốm trắng trên tôm vẫn đang diễn ra tại Indonesia.

#### **LNST năm 2011 dự phóng đạt VND400 tỷ, thấp hơn 35% so với mục tiêu ~ LNR VND389 tỷ (+ 27% yoy)**

##### **Lợi nhuận HĐKD chính**

Kim ngạch xuất khẩu MPC năm 2011 ước đạt USD384 triệu (+ 55% yoy) ~ tổng doanh thu VND7,936 tỷ (+ 55% yoy), dựa trên:

- Sản lượng xuất khẩu:** Với mức độ thiệt hại không quá cao tại Cà Mau và khả năng nhập khẩu tôm nguyên liệu, dự phóng sản lượng sản xuất MPC vẫn tiếp tục gia tăng. Sản lượng xuất khẩu dự kiến 31,518 tấn, theo tốc độ tăng trưởng tiêu thụ bình quân từ năm 2009 đến nay ~ 36%.
- Đơn giá xuất khẩu** ước tính ở mức USD12.2/kg (+ 14% yoy – giá bình quân 6M2011). Tăng trưởng giá bán khả quan có yếu tố hỗ trợ nhiều từ thị trường Mỹ. Từ đầu năm 2011, các nhà cung cấp tôm lớn cho thị trường Mỹ, bao gồm Thái Lan (nguồn cung lớn nhất ~ 32% sản lượng tôm nhập khẩu), Indonesia (thị trường thứ III ~ 11% thị phần nhập khẩu) và cả Việt Nam (~ 7% thị phần) đều chịu ảnh hưởng nhiều từ thiên tai và dịch bệnh. Trong khi nhu cầu tiêu thụ tại Mỹ vẫn tốt, từ đó tác động tích cực đến đơn giá nhập khẩu. Chúng tôi không kỳ vọng nhiều vào thị trường Nhật do quốc gia này đang áp dụng chế độ kiểm soát chặt chẽ với thủy sản Việt Nam về dư lượng kháng sinh cho phép.

Biên LNG dự phóng giảm nhẹ còn 14.4% (2010 ~ 14.9%), trên cơ sở tốc độ tăng giá vốn thành phẩm ở mức 15% (từ VND188,000/kg lên VND215,000/kg sản phẩm), cao hơn mức tăng giá bán dự kiến ~ 14%. Giá thành ước tính theo giá nguyên liệu bình quân ~ VND139,000/kg tôm thương phẩm (loại 40 con/kg), tỷ lệ tiêu hao 1.47 – 1.5, chi phí khấu hao và nhân công (đã bao gồm mức gia tăng do vận hành nhà máy mới).

##### **Lợi nhuận hoạt động tài chính**

Chi phí lãi vay dự kiến tăng mạnh do MPC bắt đầu trả lãi khoản vay VND700 tỷ trái phiếu ghi sổ theo lãi suất huy động 12 tháng (Vietinbank – Chi nhánh Cà Mau công bố) cộng biên độ 4%. Tuy nhiên, kỳ vọng lãi tiền gửi từ lượng tiền lớn (~ VND707 tỷ) do công ty giải ngân đầu tư theo từng giai đoạn, có thể bù đắp một phần chi phí tài chính gia tăng. Do vậy, ước tính thu tài chính ròng chỉ giảm nhẹ từ VND-117 tỷ xuống VND-132 tỷ.

Ngoài ra, dự phóng doanh nghiệp sẽ không ghi nhận lợi nhuận khác đột biến như năm 2010 (~ VND58 tỷ).

<b>Dự phóng hoạt động kinh doanh 2011</b>						
	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011F</b>	<b>2011P</b>	<b>6M2011</b>
Sản lượng xuất khẩu (tấn)	13,878	16,096	23,120	31,518	36,000	11,500
Kim ngạch xuất khẩu (USD'triệu)	156	159	248	384	360	140
<b>Doanh thu</b>	<b>2,876</b>	<b>3,094</b>	<b>5,108</b>	<b>7,936</b>	<b>7,524</b>	
Giá vốn hàng bán	2,422	2,642	4,349	6,790		
Lợi nhuận gộp	455	452	759	1,146		
Chi phí bán hàng	157	204	273	460		
Chi phí quản lý DN	35	32	54	88		
<b>Lợi nhuận từ HĐKD chính</b>	<b>262</b>	<b>215</b>	<b>432</b>	<b>597</b>		
Lợi nhuận từ hoạt động tài chính	(342)	39	(117)	(132)		
Lợi nhuận khác	48	0	58			
Thu nhập trước thuế	(32)	255	373	465	700	240
Thuế	6	12	58	65		
Lợi nhuận sau thuế	(38)	243	315	400	615	
Phần hùn thiểu số	4	4	8	11		
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>(42)</b>	<b>239</b>	<b>306</b>	<b>389</b>		
<b>EPS</b>	<b>(596)</b>	<b>3,417</b>	<b>4,376</b>	<b>5,564</b>		

*Nguồn: MPC, SBS dự phóng*





# Khuyến cáo

## Tiêu chí đánh giá ngành của SBS

- Buy:** Giá cổ phiếu có thể tăng trên 10% trong 12 tháng tới
- Trading Buy:** Giá cổ phiếu có thể tăng trên 15% trong 3 tháng tới, tuy nhiên xu hướng dài hạn vẫn chưa bền vững
- Neutral:** Giá cổ phiếu có thể giảm trong vùng +/- 10% trong 12 tháng tới
- Take Profit:** Lợi nhuận mục tiêu đã đạt, có thể giải ngân lại ở vùng giá thấp hơn
- Sell:** Giá cổ phiếu có thể giảm hơn 10% trong 12 tháng tới
- Not Rated (NR):** Cổ phiếu không nằm trong các báo cáo cập nhật thường xuyên

Những thông tin và nhận định mà SBS cung cấp trên đây là dựa trên đánh giá của người viết tại ngày đưa ra bản tin. Bản tin này chỉ mang tính chất tham khảo nhằm giúp nhà đầu tư có đầy đủ thông tin hơn trong việc ra quyết định và có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần thông báo trước. Thông tin trong bản tin này dựa trên những thông tin có sẵn được thu thập từ nhiều nguồn mà được tin là đáng tin cậy, tuy nhiên độ chính xác và hoàn hảo không được đảm bảo. SBS không chịu trách nhiệm cho những khoản lỗ trong đầu tư khi sử dụng những thông tin trong bản tin này.

## Công ty cổ phần chứng khoán Sài Gòn Thương Tín (Hội sở)

278 Nam Kỳ Khởi Nghĩa, Quận 3 TP HCM Việt Nam  
Tel: +84 (8) 6268 6868 Fax: +84 (8) 6255 5957 [www.sbsc.com.vn](http://www.sbsc.com.vn)

### Singapore

SBS Global Investment Pte Ltd.  
No 3 Shenton Way, #24-03 Shenton House,  
Singapore 068805  
Tel: +65-6592-5709  
Fax: +65-6592-5700  
[www.sbsglobalinvest.com](http://www.sbsglobalinvest.com)

### Chi nhánh Sài Gòn

63B Đường Calmette Phường Nguyễn Thái  
Bình Ward, Quận 1, TP HCM Việt Nam  
Tel: +84 (8) 3821 4888  
Fax: +84 (8) 3821 3015

### Chi nhánh Tây Đô

212A Đường Ba Tháng Hai Quận Ninh Kiều  
TP Cần Thơ Việt Nam  
Tel: +84 (710) 378 3434  
Fax: +84 (710) 378 3436

### Cambodia

Sacombank Securities (Cambodia) PLC  
56 Preah Norodom Blvd  
Sangkat CheyChumneas, Khan Daun Penh,  
Cambodia  
Tel: +855 23 999 890  
Fax: +855 23 999 891

### Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6-7, 88 Lý Thường Kiệt Quận Hoàn  
Kiếm Hà Nội Việt Nam  
Tel: +84 (4) 3942 8076  
Fax: +84 (8) 3942 8075  
Email: [hanoi@sbsc.com.vn](mailto:hanoi@sbsc.com.vn)

### Laos

Lanexang Securities Public Company  
5th Floor, LSX Building, Ban Phonthan  
Vientiane Capital  
The Lao P.D.R

### Chi nhánh Đà Nẵng

62 Đường Nguyễn Thị Minh Khai Quận Hải  
Châu TP Đà Nẵng Việt Nam  
Tel: +84 (5113) 81 86 86  
Fax: +84 (5113) 81 88 86

