

**Thủy sản**
**Ngày 04 tháng 02 năm 2013**
**CÔNG TY CP TẬP ĐOÀN THỦY SẢN MINH PHÚ (MPC)**

**Phan Nguyễn Trung Hưng**  
 Chuyên viên ngành Thủy sản  
 Email: [hungpnt@fpts.com.vn](mailto:hungpnt@fpts.com.vn)  
 Tel: (84) – 8 6290 8686 – Ext : 7590

**GIÁ HIỆN NAY: 27.000 ĐỒNG/CP**
**GIÁ MỤC TIÊU: 38.173 ĐỒNG/CP**
**KHUYẾN NGHỊ: MUA**
**Diễn biến giá cổ phiếu MPC**

**Thông tin giao dịch**
**04/02/2013**

Giá cao nhất 52 tuần (đ/cp)	38.100
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/cp)	16.500
Số lượng CP niêm yết (cp)	70.000.000
Số lượng CP lưu hành (cp)	70.000.000
KLGD bình quân 3 tháng (cp/ngày)	4.582
% sở hữu nước ngoài	11,58%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	49,00%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	700
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	1.890

Định giá	2010	2011	2012F
EPS cơ bản	4.376	3.934	1.862
P/E	6,17	6,86	14,50
P/B	1,41	1,23	1,28
BV (đ/cp)	19.114	21.984	21.167
ROE	25,4%	19,1%	8,6%
ROA	10,3%	5,6%	2,3%

**Danh sách cổ đông  
(chốt đến 30/09/2012)**
**Tỷ lệ %**

Gia đình ông Lê Văn Quang	57,2%
Vietnam Investment Fund	13,9%
Long Phung Invest	5,8%
Red River Holding	9,5%
Cổ đông khác	13,6%

**Tóm tắt báo cáo**

- **Minh Phú là doanh nghiệp thủy sản lớn nhất cả nước với giá trị xuất khẩu năm 2012 là 369,4 triệu USD.** Sản phẩm của công ty là các loại tôm chế biến đông lạnh, được xuất khẩu đi nhiều nước trên thế giới, trong đó lớn nhất là Mỹ (11T/2012 chiếm 33,4% giá trị xuất khẩu), Nhật (26,1%), Hàn Quốc (14,9%), EU (8,6%), Canada (8,1%)... Công ty cũng là doanh nghiệp tôm có năng lực chế biến (76.000 tấn thành phẩm/năm) và diện tích vùng nuôi (1.220 ha) lớn nhất cả nước.
- **Minh Phú tăng trưởng xuất khẩu rất nhanh trong các năm qua với giá trị xuất khẩu tăng bình quân 23,2%/năm** và doanh thu thuần tăng bình quân 24,5%/năm trong giai đoạn 2007-2011. Tuy nhiên, lợi nhuận trước thuế không cải thiện nhiều qua các năm và tỷ suất lợi nhuận sau thuế cũng đang giảm dần (từ 8% năm 2009 xuống còn khoảng 4% trong năm 2011), chủ yếu do chi phí lãi vay tăng cao, “ăn mòn” hết lợi nhuận của công ty.
- **Kết quả kinh doanh 9T/2012 tiếp tục cho thấy sự tích cực trong tăng trưởng xuất khẩu với mức tăng là 17,16%** và doanh thu thuần tăng 19,49% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, lợi nhuận trước thuế tiếp tục rơi xuống mức thấp nhất trong 4 năm qua với tỷ suất lợi nhuận trước thuế chỉ đạt 1,74%, do tỷ suất lợi nhuận gộp giảm còn 13,24%, doanh thu tài chính giảm mạnh, trong khi chi phí lãi vay tiếp tục cao nhất so với 9 tháng của các năm qua (hơn 339 tỷ đồng).
- **Dự kiến kết quả kinh doanh Q4/2012 sẽ cải thiện nhiều so với 3 quý đầu năm**, đưa giá trị xuất khẩu cả năm 2012 ước đạt 369,4 triệu USD, doanh thu thuần đạt 7.703 tỷ đồng và lợi nhuận trước thuế đạt 170 tỷ đồng.
- **Sau năm 2012 gặp nhiều khó khăn, dự kiến kết quả kinh doanh của Minh Phú sẽ cải thiện dần trong các năm sau** khi giá trị xuất khẩu và doanh thu thuần tiếp tục duy trì mức tăng trưởng cao (dự báo tăng trưởng giá trị xuất khẩu bình

<b>Bảng KQKD</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012F</b>
Doanh thu	5,108	7,039	7,703
Lợi nhuận gộp	759	1.049	1.017
Lợi nhuận trước thuế	373	337	170
Lợi nhuận sau thuế	314	283	134

<b>Bảng CĐKT</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012F</b>
Tổng tài sản	3.895	6.325	5.043
Tài sản ngắn hạn	2.615	4.269	3.155
Tài sản dài hạn	1.279	2.056	1.888
Tổng nguồn vốn	3.895	6.325	5.043
Nợ ngắn hạn	1.738	3.565	2.567
Nợ dài hạn	751	1.443	912
Vốn chủ sở hữu	1.338	1.539	1.482

quân giai đoạn 2012-2021 là 13,7%/năm, và bình quân của doanh thu thuần là 15,9%/năm), lợi nhuận gộp cải thiện và chi phí lãi vay sẽ giảm dần qua các năm.

### Khuyến nghị

Năm 2012 với nhiều khó khăn cả trong nước và thị trường xuất khẩu, kết quả kinh doanh của Minh Phú không thực sự tích cực với lợi nhuận trước thuế đã rơi xuống mức thấp nhất trong 4 năm qua (ước khoảng 170 tỷ đồng), nhưng đây vẫn là kết quả khả quan so với các doanh nghiệp cùng ngành khi lợi nhuận bị sụt giảm mạnh, thậm chí thua lỗ. Với lợi thế là doanh nghiệp tôm lớn nhất cả nước và đang thâm nhập sâu vào thị trường tôm toàn cầu, chúng tôi tin rằng Minh Phú sẽ tiếp tục duy trì tăng trưởng xuất khẩu cao trong dài hạn (bình quân giai đoạn 2012-2021 là 13,7%/năm) để có thể trở thành nhà xuất khẩu tôm lớn nhất thế giới.

Nền tảng phát triển của Minh Phú sẽ vững chắc hơn khi vùng nuôi tiếp tục đầu tư mở rộng trong tương lai (ước nâng lên đến 5.200 ha từ 1.220 hiện tại và nâng tỷ lệ tự chủ nguồn nguyên liệu lên khoảng 70% từ mức 15% hiện tại), đảm bảo nhu cầu tôm nguyên liệu đủ và chất lượng cho hoạt động chế biến xuất khẩu của công ty. Dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ cải thiện dần trong tương lai (từ mức khoảng 13,2% năm 2012 lên 15,4% năm 2021), khi chi phí sản xuất ngày càng được tiết giảm (do khả năng tự chủ nguyên liệu ngày càng cao) và giá xuất khẩu bình quân tăng dần. Bên cạnh đó, chi phí lãi vay cũng sẽ giảm dần trong tương lai (do dư nợ vay bình quân dự kiến sẽ giảm dần). Điều này sẽ giúp tăng dần lợi nhuận trước thuế của Minh Phú trong tương lai, bắt đầu từ năm 2013. Và như vậy, có thể xem năm 2012 là năm “đáy” khó khăn của Minh Phú. Cổ tức trong tương lai dự kiến sẽ tăng dần (dự báo tăng từ 10% năm 2014 lên 60% năm 2021) khi dòng tiền hoạt động kinh doanh của công ty ngày càng dồi dào hơn và nhu cầu vốn đầu tư các vùng nuôi kết thúc từ năm 2018.

**Theo những dự phóng, giả định đặt ra trong quá trình định giá lần đầu kèm theo những ước tính về rủi ro, chúng tôi ước giá mục tiêu của MPC là 38.173. Với mức thị giá hiện tại ngày 04/02/2013 khoảng 27.000 đồng, chúng tôi khuyến nghị **MUA** để đầu tư dài đối với cổ phiếu MPC với kỳ vọng vào sự cải thiện dần của kết quả kinh doanh và dòng tiền trong tương lai của công ty. Đây là cổ phiếu có khả năng kháng cự lại sự suy giảm của thị trường khá tốt, phù hợp cho những nhà đầu tư thận trọng, sẵn sàng nắm giữ và đồng hành cùng tăng trưởng trong dài hạn của doanh nghiệp.**

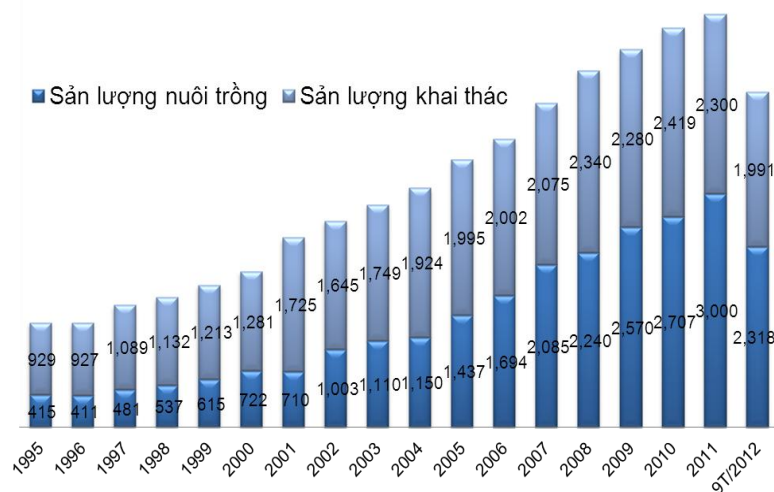
## NỘI DUNG

TỔNG QUAN NGÀNH TÔM .....	4
TỔNG QUAN VỀ MINH PHÚ .....	7
Hoạt động kinh doanh chính .....	7
Thị trường tiêu thụ .....	7
Năng lực sản xuất – nuôi trồng .....	9
Nguồn nguyên liệu .....	10
Kế hoạch đầu tư phát triển .....	10
TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH .....	11
Hoạt động sản xuất kinh doanh .....	11
Tình hình tài chính .....	13
DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH .....	16
Dự phóng kết quả kinh doanh quý 4 và năm 2012 .....	16
Dự báo kết quả kinh doanh các năm tiếp theo .....	17
ĐỊNH GIÁ .....	23
RỦI RO ĐẦU TƯ .....	25
PHỤ LỤC .....	28

## TỔNG QUAN NGÀNH TÔM

Thủy sản là một trong những ngành kinh tế lớn của Việt Nam với đóng góp bình quân 9-10%/năm vào tổng kim ngạch xuất khẩu của cả nước. Nhờ lợi thế có bờ biển dài hơn 3.260 km cùng hệ thống sông ngòi dày đặc với 112 cửa sông lạch, Việt Nam có nhiều thuận lợi để phát triển ngành thủy sản cả về hoạt động khai thác đánh bắt và hoạt động nuôi trồng. Tuy nhiên, do đầu tư manh mún, thiếu định hướng nên hoạt động khai thác đánh bắt vẫn phát triển khá lạch. Trong khi đó, hoạt động nuôi trồng thủy sản đang phát triển khá nhanh trong các năm qua và ngày càng giữ vai trò chủ đạo cung cấp thủy sản cho tiêu thụ trong nước và chế biến xuất khẩu. Trong đó, tôm và cá tra là hai loài thủy sản nuôi trồng chính của nước ta.

### Cơ cấu sản lượng thủy sản nuôi trồng và khai thác đánh bắt của Việt Nam

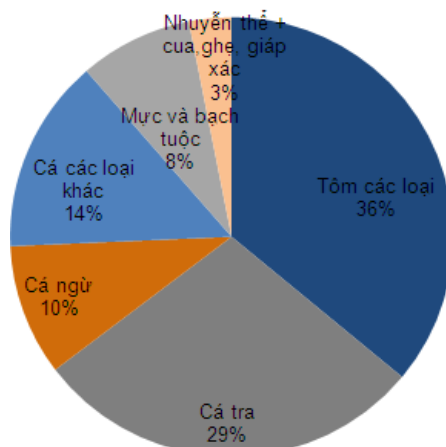


Nguồn: Vasep

Với bờ biển dài, diện tích vùng đất nước lợ ven biển chiếm diện tích khá lớn, rất thuận lợi cho hoạt động nuôi tôm. Nhờ sản lượng nuôi trồng và năng lực sản xuất dồi dào, trong các năm qua, tôm luôn giữ vai trò là sản phẩm thủy sản xuất khẩu chủ lực của Việt Nam với giá trị xuất khẩu qua các năm luôn chiếm trên 30% tổng giá trị xuất khẩu thủy sản của cả nước.

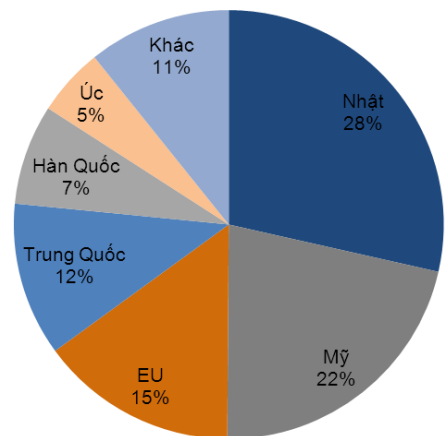
Việt Nam đã trở thành một trong 5 nước xuất khẩu tôm lớn nhất thế giới cùng với Thái Lan, Ecuador, Indonesia, Ấn Độ). Hiện “con tôm” của Việt Nam đã được xuất khẩu đi hơn 100 thị trường với tổng giá trị xuất khẩu trong 9T/2012 đạt hơn 1,6 tỷ USD. Các thị trường nhập khẩu tôm lớn nhất của Việt Nam lần lượt là Nhật, Mỹ, EU, Trung Quốc, Hàn Quốc, Úc...

### Cơ cấu xuất khẩu tôm so với các loài thủy sản khác trong 9T/2012



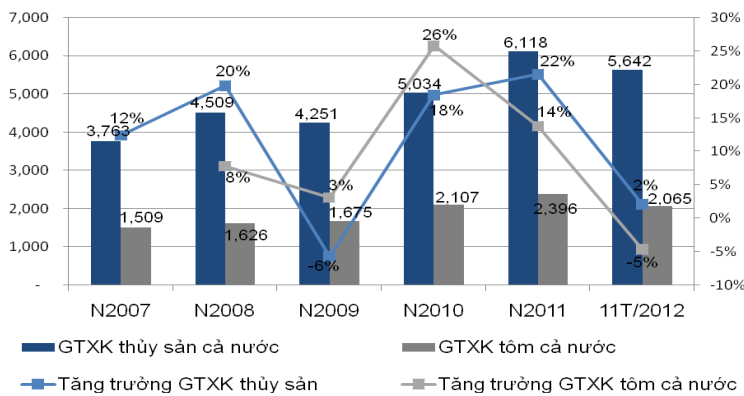
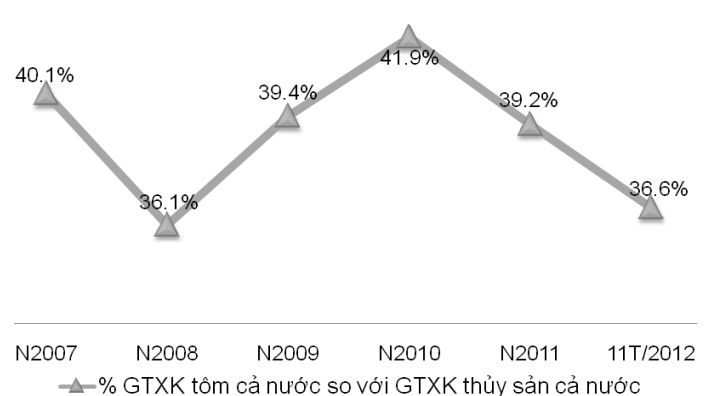
Nguồn: Vasep, FPTs tổng hợp

### Cơ cấu giá trị xuất khẩu tôm Việt Nam sang các thị trường trong 9T/2012



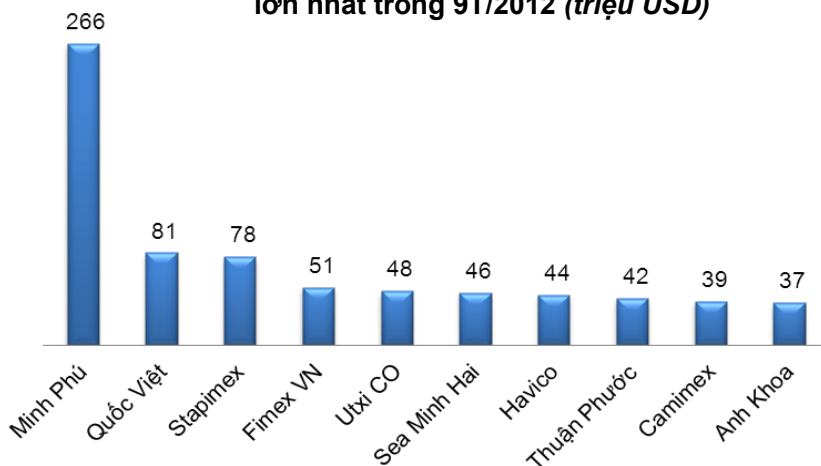
Nguồn: Vasep, FPTs tổng hợp

Trong các năm qua, tôm luôn giữ vai trò là mặt hàng xuất khẩu chủ lực của ngành thủy sản với đóng góp 36-42% vào giá trị xuất khẩu thủy sản cả nước. Trong giai đoạn 2009-2010, xuất khẩu tôm đạt mức tăng trưởng cao hơn so với mức tăng trưởng thủy sản cả nước khi điều kiện kinh doanh gặp nhiều thuận lợi (hoạt động nuôi trồng thuận lợi, nhu cầu nhập khẩu ở các thị trường cao...). Tuy nhiên, trong giai đoạn 2011-2012, xuất khẩu tôm lại đạt tăng trưởng thấp hơn xuất khẩu cả ngành thủy sản do điều kiện kinh doanh gặp nhiều khó khăn so với các loại thủy sản khác do dịch bệnh trên tôm lan rộng làm giảm đáng kể sản lượng tôm trong cả nước, gây thiếu hụt nguyên liệu cho chế biến; cùng với đó, tình hình xuất khẩu cũng bắt đầu gặp khó khăn, đặc biệt là năm 2012 khi giá xuất khẩu giảm mạnh ở thị trường Mỹ, rào cản kỹ thuật lớn về chất kháng sinh Ethoxyquin ở thị trường Nhật, sự suy giảm mạnh nhập khẩu từ thị trường EU...

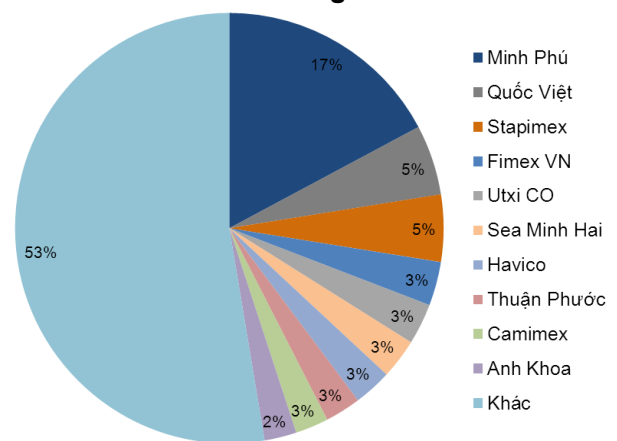
**Tăng trưởng xuất khẩu tôm và xuất khẩu thủy sản**

**Đóng góp xuất khẩu tôm vào xuất khẩu thủy sản**


Nguồn: Vasep, FPTs tổng hợp

Sau thời gian phát triển ồ ạt, số lượng doanh nghiệp tôm Việt Nam đã giảm đáng kể trong năm 2011 và năm 2012 trước tình hình kinh doanh gặp nhiều khó khăn, cơ cấu xuất khẩu của ngành đang ngày càng tập trung hơn vào các doanh nghiệp lớn. Trong 9T/2012, 10 doanh nghiệp xuất khẩu tôm lớn nhất chiếm gần 50% giá trị xuất khẩu tôm của cả nước.

**Giá trị xuất khẩu của 10 doanh nghiệp tôm lớn nhất trong 9T/2012 (triệu USD)**


Nguồn: Vasep, FPTs tổng hợp

**Cơ cấu từng doanh nghiệp so với tổng giá trị tôm xuất khẩu trong 9T/2012**


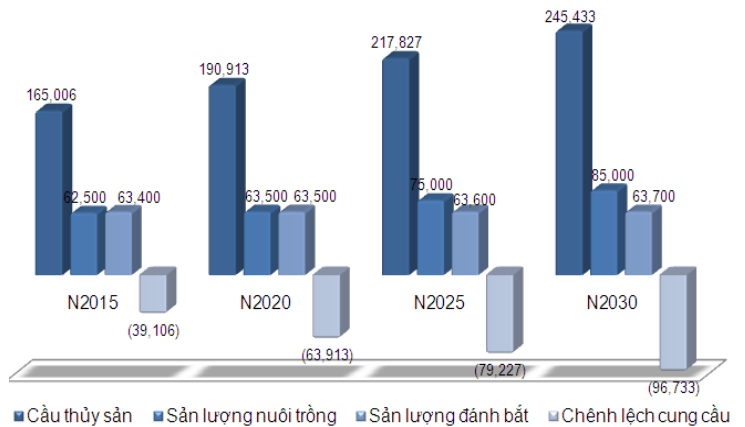
Nguồn: Vasep, FPTs tổng hợp

Có thể thấy, Minh Phú thể hiện sự vượt trội rõ rệt so với các doanh nghiệp tôm khác với giá trị xuất khẩu trong 9T/2012 gấp hơn 3 lần so với doanh nghiệp liền kề là Quốc Việt. Khoảng cách của Minh Phú so với các doanh nghiệp khác đang được nới rộng trong các năm qua, do Minh Phú đang duy trì tốc độ tăng trưởng giá trị xuất khẩu khá cao (bình quân giai đoạn 2007-2012 khoảng 20,6%). Đặc biệt trong 9T/2012, khi nhiều doanh nghiệp khác gặp nhiều khó khăn, giá trị xuất khẩu chỉ tăng nhẹ hoặc thậm chí giảm, thì Minh Phú vẫn duy trì tăng trưởng giá trị xuất khẩu khoảng 17,16%.

### Triển vọng tăng trưởng của ngành tôm trong tương lai

Nhu cầu tiêu thụ thủy sản toàn cầu được dự báo sẽ tiếp tục tăng cao trong dài hạn. Theo FAO, đến năm 2015, nhu cầu tiêu thụ thủy sản sẽ đạt 165 triệu MT<sup>1</sup> (tăng bình quân 2,1%/năm), tiêu thụ thủy sản trên đầu người sẽ đạt 14,3 kg (mức hiện tại khoảng 14 kg, tăng khoảng 0,8%/năm). Trong đó, tôm với vai trò là một trong những sản phẩm thủy sản chính và có thể tái tạo để thay thế dần cho các loài thủy sản từ khai thác đánh bắt, nên tăng trưởng nhu cầu tôm có thể sẽ cao hơn tăng trưởng chung của cả ngành thủy sản.

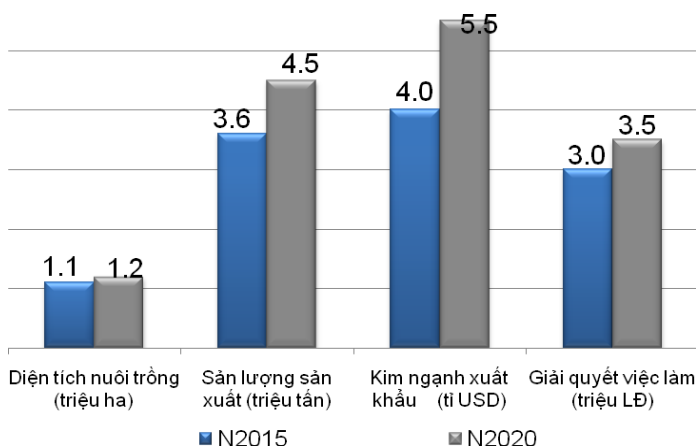
### Dự báo sản lượng thủy sản của FAO (nghìn MT)



Nguồn: FAO

Với Quyết định số 332/QĐ-TTg về mục tiêu phát triển dài hạn cho ngành thủy sản, có thể thấy các cấp ban ngành luôn xác định thủy sản là ngành kinh tế chiến lược quan trọng của đất nước. Do đó, các hoạt động hỗ trợ, ưu đãi về tài chính, công nghệ... sẽ luôn được chính phủ ưu tiên thực hiện trong nhiều năm tới nhằm giảm bớt thiệt hại khi khó khăn và nhằm tăng cường khả năng phát triển của ngành để đạt được kế hoạch chiến lược đã đề ra.

### Mục tiêu phát triển ngành thủy sản Việt Nam theo Quyết định số 332/QĐ-TTg



Loại thủy sản	Sản lượng	Tăng trưởng BQ/năm 2011-2020
Cá tra	1,5-2,0 triệu MT	4,80%
<b>Tôm</b>	<b>700.000 MT</b>	<b>5,76%</b>
Nhuế 2 vỏ	400.000 MT	16,0%
Cá biển	200.000 MT	14,9%
Cá rô phi	150.000 MT	7,9%
Rong tảo	150.000 MT	7,2%
Tôm càng xanh	60.000 MT	11,6%

Nguồn: Theo Quyết định số 332/QĐ-TTg

Dù hiện tại hoạt động của các doanh nghiệp trong ngành tôm vẫn còn khó khăn, nhưng với nhu cầu khá lớn của thế giới trong tương lai cùng với định hướng, mục tiêu phát triển rõ ràng của chính phủ, Việt Nam có nhiều cơ hội để trở thành một trong những nhà xuất khẩu tôm lớn nhất thế giới,

<sup>1</sup> Theo hệ đo lường Anh Mỹ - MT là metric ton, 1 MT = 1000 kg



cơ hội phát triển trong dài hạn cho các doanh nghiệp chế biến tôm xuất khẩu vẫn khá lớn, đặc biệt là những doanh nghiệp lớn có nền tảng hoạt động tốt và kế hoạch phát triển bài bản như Minh Phú.

## TỔNG QUAN VỀ MINH PHÚ

### Hoạt động kinh doanh chính

Tiền thân là một doanh nghiệp tư nhân, được thành lập ngày 14/12/1992. Sau 20 năm không ngừng phát triển, đến nay Minh Phú đã khẳng định được uy tín của mình trong nước; khu vực và trên toàn thế giới. Tính đến 30/09/2012, vốn chủ sở hữu đạt 1.585 tỷ đồng; tổng tài sản đạt 6.134 tỷ đồng.

Minh Phú hiện là nhà chế biến xuất khẩu tôm lớn nhất Việt Nam với giá trị xuất khẩu năm 2012 đạt 369,4 triệu USD. Sản phẩm chính của công ty là các loại tôm chế biến đông lạnh, được chia làm 3 nhóm chính:

- Tôm tươi: RPTO IQF, RPD IQF, HLSO Block, HLSO IQF, EZP IQF...
- Tôm hấp: CPTO IQF, CPD IQF, CEZP...
- Mặt hàng cao cấp: Tôm Nobashi, tôm tempura, tôm xiên que, tôm bột, sushi...

### Một số sản phẩm của công ty



Tôm HLSO block



Tôm Nobashi



Tôm PTO IQF tươi



Tôm PD hấp



Tôm sushi

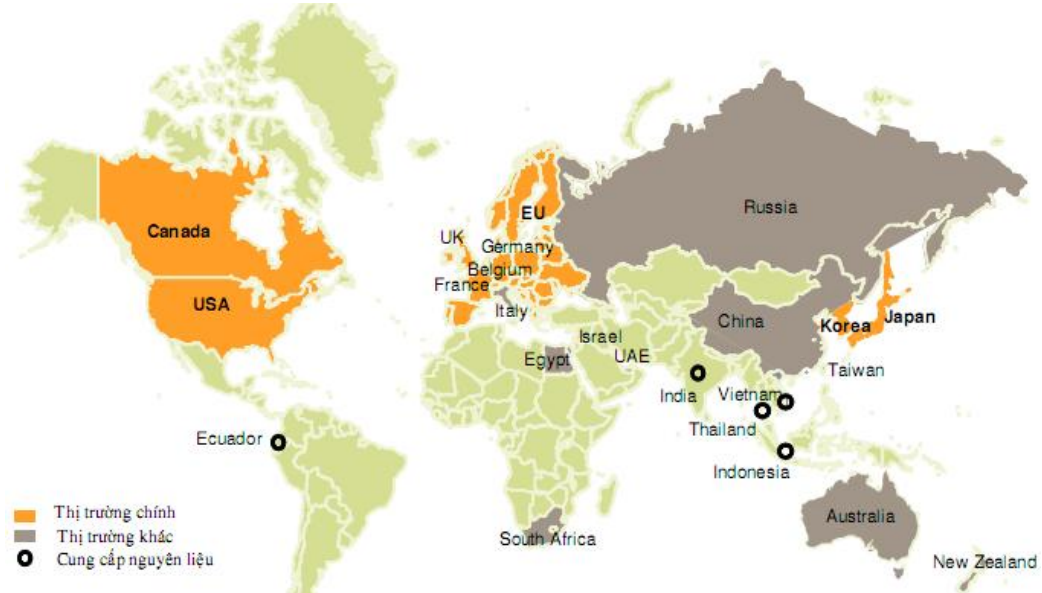


Tôm áo bột

### Thị trường tiêu thụ

Gần 100% sản phẩm tôm chế biến của công ty được xuất khẩu sang nhiều nước trên khắp thế giới. Trong đó, giá trị xuất khẩu tập trung cao nhất ở những thị trường lớn “khó tính” là Mỹ, Nhật, Hàn Quốc, EU, Canada, Úc...

### Mạng lưới khách hàng của Minh Phú



Nguồn: MPC

Từ 2007 đến 2012, Mỹ luôn là thị trường tiêu thụ tôm lớn nhất của Minh Phú với giá trị xuất khẩu tăng bình quân 6,6%/năm. Tuy nhiên, tỷ trọng giá trị xuất khẩu sang Mỹ đang giảm rõ rệt qua các năm do mức tăng trưởng bình quân khá thấp so với các thị trường khác khi Minh Phú phải cạnh tranh khốc liệt với nhiều đối thủ khác.

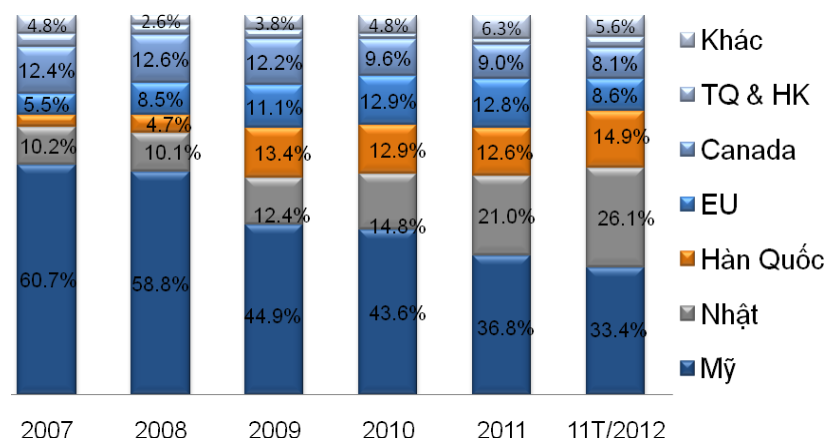
Thị trường Nhật đã vượt thị trường Canada để vươn lên thứ hai về giá trị xuất khẩu của công ty các năm qua và đang gia tăng tỷ trọng giá trị xuất khẩu rất nhanh do mức tăng trưởng bình quân giai đoạn 2007-2012 rất cao 45,4% khi sức tiêu thụ tôm ở thị trường này còn rất lớn (chủ yếu là các sản phẩm chế biến cao cấp) và giá xuất khẩu bình quân khá cao (11,5 - 12 USD/kg).

Hàn Quốc hiện là thị trường lớn thứ ba và cũng là thị trường đang duy trì tăng trưởng giá trị xuất khẩu cao nhất của Minh Phú, với mức tăng bình quân 65,5%/năm giai đoạn 2007-2012. Đây là thị trường có đặc tính gần giống như Nhật với nhu cầu rất cao các sản phẩm chế biến cao cấp.

Thị trường EU và Canada là hai thị trường cũng tăng trưởng cao trong các năm qua nhưng gặp nhiều khó khăn trong 2012, đặc biệt thị trường EU suy giảm mạnh 23,1% do khó khăn kinh tế trong năm 2012.

Các thị trường còn lại (Trung Quốc, Úc, Asean...) dù tốc độ tăng trưởng các năm qua khá cao (bình quân khoảng 25%/năm giai đoạn 2007-2012) nhưng tỷ trọng vẫn còn thấp (dưới 7%) so với các thị trường lớn.

### Cơ cấu giá trị xuất khẩu của Minh Phú qua các năm

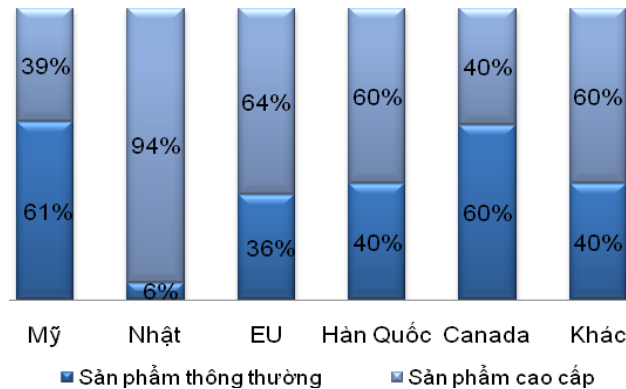


Nguồn: MPC, FPTs tổng hợp



Với lợi thế là doanh nghiệp lớn có năng lực chế biến các sản phẩm cao cấp, hơn 50% giá trị xuất khẩu của công ty là từ chế biến các sản phẩm cao cấp. Trong đó, tỷ lệ lớn nhất hiện tại là ở các thị trường Nhật, EU, Hàn Quốc.

#### Cơ cấu giá trị xuất khẩu theo nhóm sản phẩm của Minh Phú năm 2011



Nguồn: MPC

#### Năng lực sản xuất – nuôi trồng

Minh Phú hiện là doanh nghiệp có năng lực chế biến tôm lớn nhất cả nước với tổng công suất thiết kế đến hiện tại là 76.000 tấn thành phẩm/năm, gồm nhà máy chế biến ở Cà Mau có công suất 36.000 tấn thành phẩm/năm, và nhà máy Hậu Giang có công suất 40.000 tấn thành phẩm/năm.

Minh Phú cũng là doanh nghiệp đầu tư hoạt động nuôi trồng tôm lớn nhất cả nước, bao gồm một trại tôm giống ở Ninh Thuận (khoảng 5 tỷ tôm post/năm), hai vùng nuôi tôm công nghiệp ở Kiên Giang (diện tích 600 ha) và Lộc An – Vũng Tàu (300 ha), và vùng nuôi tôm sinh thái ở Cà Mau (320 ha).

#### Các cơ sở chế biến – nuôi trồng của Minh Phú



Nguồn: MPC

Nhà máy chế biến Minh Phú – Hậu Giang được kỳ vọng sẽ cải thiện mạnh năng lực chế biến của công ty. Tuy nhiên, thời điểm đi vào hoạt động tháng 07/2011 đúng vào thời điểm thị trường tiêu thụ không thuận lợi như dự kiến của công ty. Ngoài ra, công ty cũng gặp khó khăn về nguồn nhân công cho nhà máy khi khu nhà ở cho công nhân vẫn chưa thể được xây dựng do vướng đền bù giải tỏa. Điều này khiến cho nhà máy Minh Phú – Hậu Giang chỉ hoạt động cầm chừng trong năm 2012 với sản lượng khoảng 25% công suất thiết kế.

### Nguồn nguyên liệu

Nguồn nguyên liệu chính của công ty là tôm nguyên liệu, chủ yếu là tôm sú và tôm chân trắng, được nuôi trồng rộng rãi ở các tỉnh ven biển Đồng Bằng Sông Cửu Long và ven biển khu vực Nam Trung Bộ. Chi phí tôm nguyên liệu thường chiếm khoảng 90-93% giá thành sản phẩm của công ty. Ngoài ra, các nguyên liệu phụ trong quá trình sản xuất là hóa chất, muối ăn, dầu DO và bao bì đóng gói.

Tôm nguyên liệu được công ty thu mua chủ yếu từ các hộ nuôi ở các tỉnh như Cà Mau, Kiên Giang, Bạc Liêu, Sóc Trăng, Bến Tre... Từ 2006, công ty bắt đầu tham gia hoạt động nuôi trồng với việc đầu tư hai vùng nuôi ở Cà Mau và Kiên Giang. Đến khoảng cuối 2011, công ty đưa vào hoạt động vùng nuôi ở Lộc An – Vũng Tàu, giúp nâng tổng diện tích vùng nuôi của công ty lên 1.220 ha đến hiện tại. Điều này giúp tỷ lệ nguồn tôm nguyên liệu tự chủ của công ty tăng dần qua các năm, đưa Minh Phú trở thành doanh nghiệp tôm có quy mô nuôi trồng lớn nhất cả nước. Đến năm 2012, nếu hoạt động nuôi trồng của công ty diễn ra thuận lợi, thì sản lượng tôm nuôi trồng có thể đáp ứng được khoảng 15% nhu cầu sản xuất chế biến.

Tuy nhiên, trong năm 2012, hoạt động nuôi trồng tôm của công ty không thuận lợi khi vùng nuôi tôm nguyên liệu bị ảnh hưởng nặng bởi dịch bệnh trên tôm, hầu hết lượng tôm thả nuôi của công ty đều bị chết vì dịch bệnh hoại tử gan chỉ sau khoảng 1 tháng thả nuôi. Tổng lỗ từ hoạt động nuôi trồng năm 2012 khoảng 100 tỷ đồng. Do đó, trong năm qua, khoảng 90% nguồn tôm nguyên liệu được công ty thu mua chủ yếu từ các hộ nuôi, đại lý thu mua trong nước, còn lại khoảng 10% là nhập khẩu từ một số nước như Thái Lan, Indonesia, Ấn Độ...

Dù vậy, trong các năm qua, nguồn nguyên liệu của công ty luôn được đáp ứng đầy đủ, bất chấp nguồn nguyên liệu chung cho ngành tôm đôi lúc bị thiết hụt. Điều này là do các hộ nuôi, đại lý thu mua có xu hướng chuyển dịch nguồn tôm nguyên liệu sang bán cho những doanh nghiệp lớn như Minh Phú nhằm hạn chế rủi ro thanh toán. Với lượng tiền mặt khá lớn (bình quân khoảng từ 500 – 1.000 tỷ đồng trong 3 năm qua), Minh Phú có thể thu mua tôm với giá rẻ hơn hẳn các doanh nghiệp khác do đảm bảo thanh toán ngay lập tức cho người bán. Điều này giúp cho chi phí sản xuất của công ty thấp hơn nhiều doanh nghiệp tôm khác.

Trong các năm tới, nếu dịch bệnh được giải quyết, Minh Phú dự kiến sẽ tiếp tục đầu tư mở rộng vùng nuôi để nâng tỷ lệ tự chủ nguồn nguyên liệu lên cao hơn. Theo kế hoạch tại Nghị quyết Đại hội cổ đông thường 2011, tỷ lệ tự chủ nguồn nguyên liệu của công ty sẽ đạt 70% vào cuối năm 2015. Tuy nhiên, với tình hình khó khăn của hoạt động nuôi trồng hiện tại, khả năng đạt được mục tiêu này của Minh Phú sẽ chậm hơn ít nhất 2-3 năm.

### Kế hoạch đầu tư phát triển

Với vị thế là một trong những doanh nghiệp chế biến tôm lớn nhất trên thế giới đang duy trì tốc độ tăng trưởng cao trong các năm qua, Minh Phú tiếp tục đặt ra mục tiêu tăng trưởng cao cho mình trong các năm tới (tăng trưởng giá trị xuất khẩu bình quân khoảng 25-30%/năm) để sớm đạt mốc giá trị xuất khẩu 1 tỷ USD và trở thành doanh nghiệp chế biến tôm xuất khẩu lớn nhất thế giới. Trong đó, tỷ lệ giá trị xuất khẩu các mặt hàng tôm cao cấp sẽ ngày càng cao (mức hiện tại là hơn 50%).

Để đạt được mục tiêu trên, công ty cần nâng cao năng lực chế biến và khả năng tự chủ nguồn nguyên liệu có chất lượng cho mình. Việc nâng cao năng lực chế biến đã gần như hoàn tất khi hiện tại công suất chế biến tối đa của công ty đã đạt 76.000 tấn thành phẩm/năm và dự kiến có thể nâng

lên đến 90.000 tấn thành phẩm/năm nhờ tăng ca làm việc, tăng năng suất lao động.

Do đó, việc đầu tư cho vùng nuôi tôm để ngày càng nâng cao khả năng tự chủ nguyên liệu sẽ là mục tiêu đầu tư trọng điểm của công ty trong các năm tới, kế hoạch cụ thể như sau (thời gian đầu tư do FPTS ước tính, dựa theo kế hoạch phát triển vùng nguyên liệu của Minh Phú trong Nghị quyết Đại hội cổ đông thường 2011, và giả định việc mở rộng vùng nguyên liệu sẽ được thực hiện trở lại vào năm 2014 khi tình hình dịch bệnh trên tôm được giải quyết trong năm 2013):

	2014	2015	2016	2017
Tổng diện tích mở rộng trong năm (ha)	1.000	1.000	1.000	1.000
Vốn đầu tư (tỷ đồng)	384	626	658	919
Tổng diện tích nuôi lũy kế (ha)	2.200	3.200	4.200	5.200

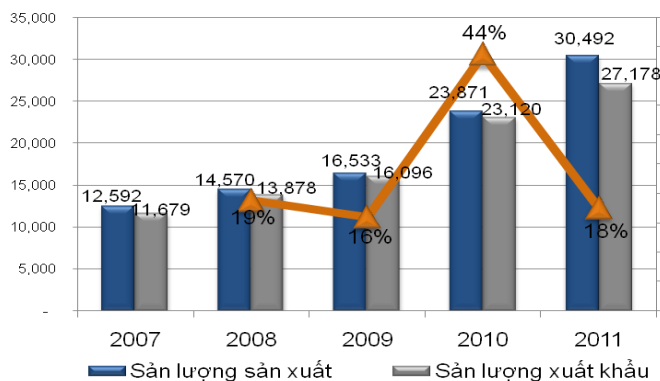
*Nguồn: Nghị quyết ĐHCĐ thường niên 2011 của MPC, FPTS điều chỉnh*

## TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

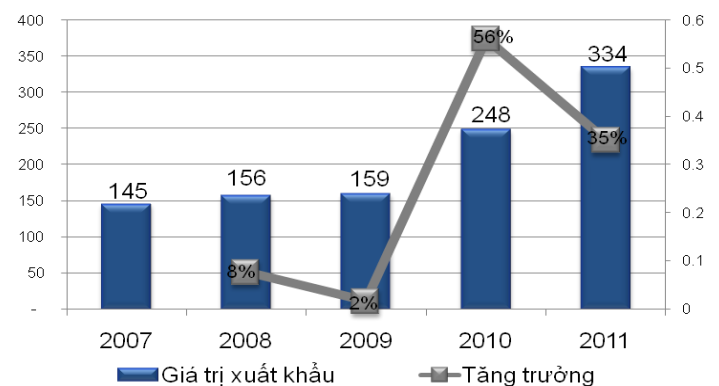
### Hoạt động sản xuất kinh doanh

#### Kết quả kinh doanh giai đoạn 2007-2011

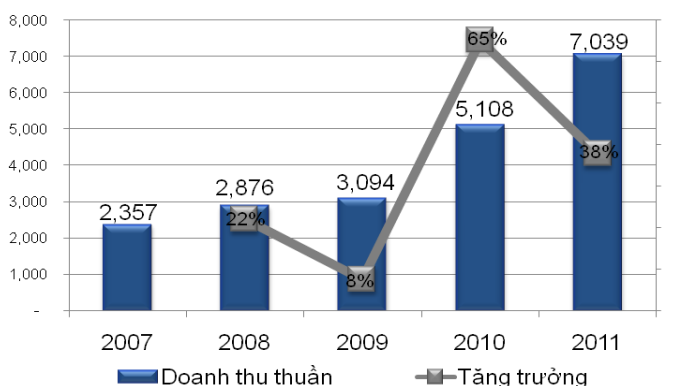
##### Sản lượng sản xuất và xuất khẩu



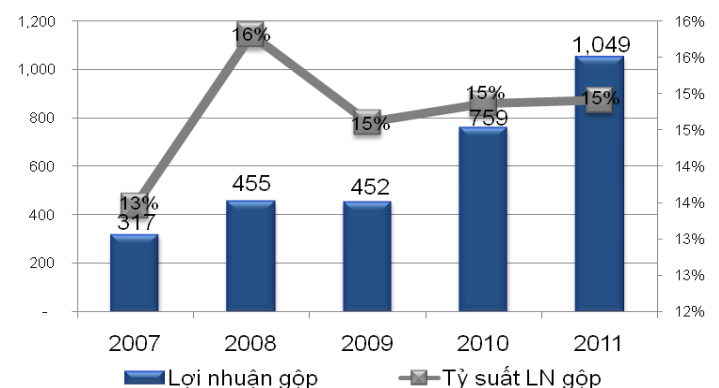
##### Giá trị xuất khẩu



##### Doanh thu thuần



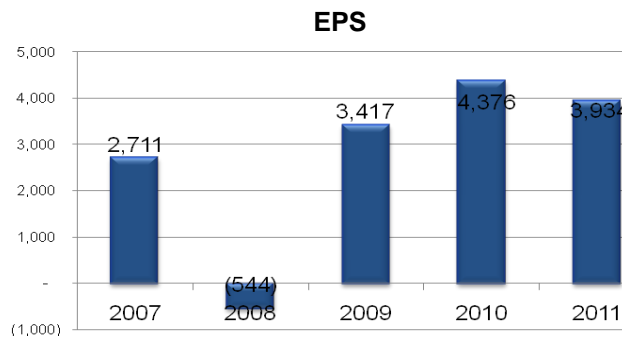
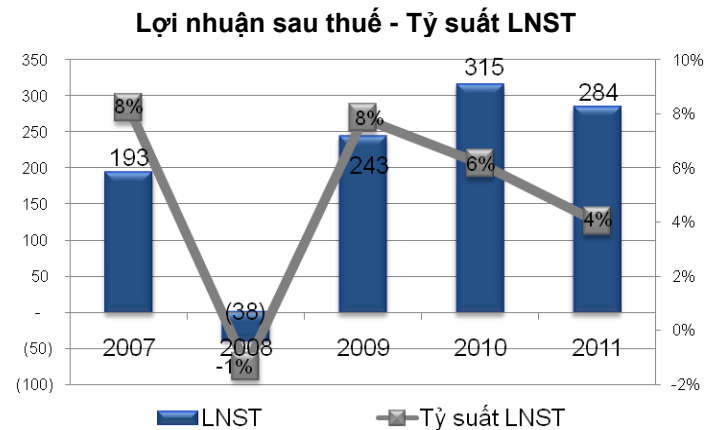
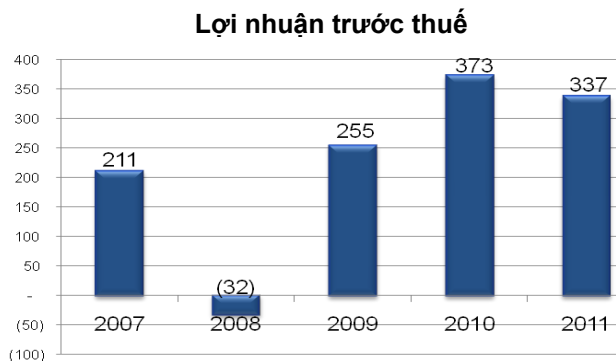
##### Lợi nhuận gộp – Tỷ suất LN gộp



*Nguồn: MPC, FPTS tổng hợp*

Giai đoạn 2007-2011 là giai đoạn tăng trưởng khá nhanh khi công ty liên tục mở rộng thị trường, tìm kiếm các khách hàng mới và nâng mạnh công suất thiết kế của nhà máy ở Cà Mau (diễn ra trong năm 2010) lên 36.000 tấn thành phẩm/năm từ mức 19.000 tấn thành phẩm/năm ban đầu, giúp sản lượng sản xuất và sản lượng xuất khẩu tăng mạnh (sản lượng xuất khẩu tăng lần lượt là 44% và 18% trong năm 2010 và 2011). Giá trị xuất khẩu tăng khá cao với mức bình quân từ 2007 - 2011 là 23,2%/năm, nhưng doanh thu thuần còn tăng cao hơn với mức bình quân 24,5%/năm do công ty hưởng lợi lớn khi tiền đồng liên tục mất giá so với ngoại tệ trong giai đoạn này.

Tỷ suất lợi nhuận gộp bình quân giai đoạn này là 15%, đặc biệt ổn định trong các năm 2009 – 2011.



Nguồn: MPC, FPTS tổng hợp

Dù doanh thu và lợi nhuận gộp tăng trưởng khá cao, nhưng lợi nhuận sau thuế không cải thiện nhiều trong các năm qua, làm cho tỷ suất lợi nhuận sau thuế giảm dần qua các năm (đến cuối năm 2011 chỉ còn khoảng 4%). Điều này chủ yếu do chi phí lãi vay ngày càng lớn (năm 2007 chi phí lãi vay chỉ 47,5 tỷ đồng, nhưng năm 2011 chi phí lãi vay lên đến 340,9 tỷ đồng, tăng bình quân 63,7%/năm, cao hơn mức tăng trưởng bình quân của doanh thu thuần là 24,5%/năm), do mặt bằng lãi suất cho vay tăng dần qua các năm, và dư nợ vay bình quân của công ty cũng ngày càng lớn nhằm đáp ứng đủ nguồn vốn lưu động ngắn hạn và nguồn vốn đầu tư dài hạn cho việc mở rộng sản xuất kinh doanh nhanh của công ty. Chi phí lãi vay tăng cao đã kéo chi phí tài chính tăng mạnh từ 172 tỷ đồng năm 2007 lên 402 tỷ đồng năm 2011.

Chi phí bán hàng tăng dần qua các năm (từ 75,6 tỷ năm 2007 lên 317,5 tỷ năm 2011), chủ yếu do chi phí dịch vụ mua ngoài từ thuê tàu, mua bảo hiểm, khai quan... tăng dần theo quy mô sản lượng xuất khẩu ngày càng lớn. Tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu tăng cao lên 6,6% năm 2009 khi cước vận tải giai đoạn này tăng cao, nhưng đã giảm dần trở lại còn 4,5% năm 2011 khi cước vận tải đã giảm xuống. Chi phí quản lý doanh nghiệp cũng tăng dần theo quy mô của công ty nhưng ổn định khoảng 1,1 - 1,4% trên doanh thu thuần.

### Kết quả kinh doanh 9 tháng đầu 2012

Đây là năm Minh Phú đạt kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm kém tích cực nhất trong 4 năm qua từ 2009 - 2012. Sự gia tăng mạnh của chi phí lãi vay là nguyên nhân chính làm lợi nhuận trước thuế của công ty đạt mức thấp trong 4 năm qua. Tuy nhiên, công ty vẫn tiếp tục đạt được những kỷ lục mới của mình (cũng như của cả ngành thủy sản Việt Nam) về giá trị xuất khẩu và doanh thu.

Chỉ tiêu	9T/ 2012	9T/ 2011	+/- %	KH 2012	% KH 2012
<b>Sản lượng xuất khẩu (tấn)</b>	23.034	18.794	22,56%	50.000	46,07%
<b>Giá trị xuất khẩu (triệu USD)</b>	268,7	229,3	17,16%	500,0	53,74%
<b>Doanh thu thuần (tỷ đồng)</b>	5.677	4.858	19,49%	10.478	54,18%
<b>Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)</b>	752	736	2,10	-	-
<b>Tỷ suất LN gộp</b>	13,24%	15,16%	-	-	-
<b>Doanh thu tài chính (tỷ đồng)</b>	49	75	-34,37%	-	-
<b>Chi phí lãi vay (tỷ đồng)</b>	339	213	59,29%	-	-
<b>Chi phí bán hàng (tỷ đồng)</b>	281	221	27,49%	-	-
<b>Chi phí quản lý DN (tỷ đồng)</b>	82	73	12,27%	-	-
<b>LNTT (tỷ đồng)</b>	99	251	-60,81%	877	11,29%
<b>Tỷ suất LNTT</b>	1,74%	5,18%	-	-	-
<b>EPS (đồng)</b>	1.128	2.933	-	-	-

Nguồn: MPC, FPTs tổng hợp

Trong 9T/2012, Minh Phú vẫn duy trì mức tăng trưởng xuất khẩu khá cao so với 9T/2011, với sản lượng xuất khẩu tăng 22,56%, giá trị xuất khẩu tăng 17,16% và doanh thu thuần tăng 19,49%. Đây là kết quả khá tích cực trong bối cảnh giá trị xuất khẩu tôm của cả nước 9T/2012 giảm 3,9% so với cùng kỳ 2011 do giá xuất khẩu bình quân ở hầu hết các thị trường đều giảm. Đạt được điều này là do công ty luôn chủ động tìm kiếm các khách hàng mới, thu hút thêm các khách hàng của các doanh nghiệp đối thủ cả trong và ngoài nước, và đặc biệt là khả năng ứng phó tốt với các rào cản kỹ thuật từ các thị trường xuất khẩu. Trong năm 2012, khi nhiều doanh nghiệp tôm khác “lao đao” bị giảm mạnh xuất khẩu sang thị trường chủ lực Nhật Bản do vấn đề chất kháng sinh Ethoxyquin, thì Minh Phú gần như đứng ngoài tác động tiêu cực này, vẫn duy trì tăng trưởng xuất khẩu rất cao sang đây (mức tăng sản lượng xuất khẩu sang Nhật 11T/2012 của công ty là 47,1%).

Tuy nhiên, lợi nhuận trước thuế 9T/2012 lại giảm rất mạnh 60,81% so với cùng kỳ năm 2011, kéo tỷ suất lợi nhuận trước thuế xuống còn 1,74%, mức thấp nhất trong 4 năm qua. Điều này là do: (1) Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm khá mạnh từ 15,16% trong 9T/2011 xuống 13,24% khi trong năm 2012: (a) giá xuất khẩu bình quân giảm so với cùng kỳ; (b) chi phí khấu hao tăng do đưa vào hoạt động nhà máy Minh Phú – Hậu Giang từ cuối năm 2011; (c) công ty bị thiệt hại nặng khoảng 100 tỷ đồng từ vùng nuôi do tôm chết hàng loạt vì dịch bệnh hoại tử gan. (2) Doanh thu tài chính 9T/2012 giảm 34,37% so với cùng kỳ do lãi từ chênh lệch tỷ giá giảm mạnh khi tỷ giá khá ổn định trong năm. (3) Chi phí lãi vay 9T/2012 tăng cao 59,29% so với cùng kỳ khi mặt bằng lãi suất 2 quý đầu năm vẫn còn khá cao (chỉ mới giảm trong 2 quý cuối năm) và dư nợ vay bình quân 9T/2012 cao hơn 9T/2011.

Tỷ lệ hoàn thành kế hoạch 2012 đến cuối Q3/2012 đạt khá thấp (xem bảng trên), phần do một số khó khăn trong năm đã xảy ra ngoài dự tính của công ty, phần do công ty chủ trương đặt ra kế hoạch kinh doanh rất cao từ đầu năm nhằm tạo sự nỗ lực lớn trong hoạt động, duy trì tốc độ tăng trưởng cao nối tiếp các năm qua.

## Tình hình tài chính

### Cơ cấu tài sản

Chỉ tiêu	2007	2008	2009	2010	2011	Q32012
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>65,8%</b>	<b>72,4%</b>	<b>63,1%</b>	<b>67,2%</b>	<b>67,5%</b>	<b>69,0%</b>
Tiền & TĐ tiền	0,8%	4,4%	6,8%	19,0%	17,3%	8,3%
Đầu tư ngắn hạn	9,1%	9,8%	10,3%	2,2%	1,3%	2,8%



Phải thu ngắn hạn	42,4%	25,7%	10,4%	11,7%	7,5%	7,9%
Hàng tồn kho	12,3%	31,7%	33,7%	31,2%	38,1%	47,7%
Tài sản lưu động khác	1,3%	0,8%	1,8%	3,1%	3,4%	2,4%
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>34,2%</b>	<b>27,6%</b>	<b>36,9%</b>	<b>32,8%</b>	<b>32,5%</b>	<b>31,0%</b>
Phải thu dài hạn	0,5%	1,0%	5,4%	1,3%	1,5%	1,8%
Tài sản cố định	20,0%	13,0%	19,2%	24,9%	26,1%	27,1%
<b>Đầu tư dài hạn</b>	<b>13,0%</b>	<b>11,1%</b>	<b>9,2%</b>	<b>5,0%</b>	<b>2,5%</b>	<b>0,1%</b>
Tài sản dài hạn khác	0,7%	0,9%	1,4%	1,1%	2,1%	1,7%
Lợi thế thương mại	-	1,3%	1,2%	0,6%	0,3%	0,3%

Nguồn: MPC, FPTS tổng hợp

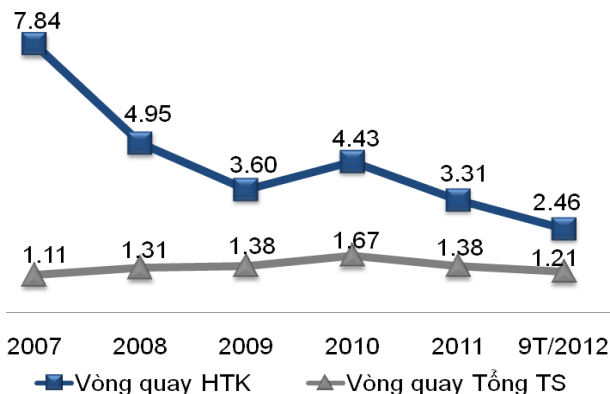
Tài sản ngắn hạn của Minh Phú chiếm tỷ trọng khá lớn trong các năm qua, bình quân từ 65-70%. Trong đó, chiếm tỷ trọng lớn nhất là các khoản phải thu ngắn hạn và hàng tồn kho. Tuy nhiên, có thể thấy tỷ trọng các khoản phải thu ngắn hạn đang giảm dần rất tích cực (từ 42,4% năm 2007 xuống còn 7,9% cuối Q3/2012) do khả năng kiểm soát công nợ của công ty ngày càng tốt, không để cho các khoản phải thu khách hàng tồn tại quá nhiều và quá lâu. Ngược lại, tỷ trọng hàng tồn kho đang tăng khá mạnh (từ 12,3% năm 2007 lên 47,7% cuối Q3/2012) do sản lượng sản xuất của công ty tăng trưởng mạnh hơn khả năng tiêu thụ sản phẩm, khiến thành phẩm và sản phẩm dở dang ngày càng cao.

Tỷ trọng các khoản đầu tư ngắn hạn đang giảm dần (từ 9,1% năm 2007 xuống 2,8% cuối Q3/2012) khi công ty rút dần các khoảng tiền gửi ngắn hạn để trang trải hoạt động kinh doanh. Nguồn tiền mặt đang ngày càng nhiều hơn với tỷ trọng tiền mặt tăng dần qua các năm (tăng từ 0,8% năm 2007 lên 17,3% năm 2011 và giảm nhẹ xuống 8,3% cuối Q3/2012), chủ yếu do công ty thu hồi công nợ tốt hơn và một phần tiền tăng nhờ tăng vay nợ.

Tài sản dài hạn nhìn chung giữ tỷ trọng ổn định các năm qua (bình quân khoảng 30-36%) dù công ty đã gia tăng khá mạnh tài sản cố định (tăng từ 20% năm 2007 lên 27,1% cuối Q3/2012) từ đầu tư xây dựng nhà máy sản xuất và vùng nuôi tôm nguyên liệu. Các khoản đầu tư dài hạn cũng giảm mạnh tỷ trọng (từ 13% năm 2007 xuống 0,1% cuối Q3/2012) khi công ty thu hồi dần khoảng đầu tư vào quỹ tầm nhìn SSI.

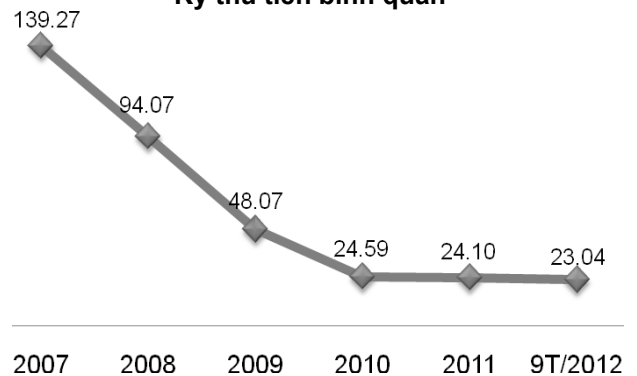
### Hiệu quả sử dụng tài sản

#### Hiệu quả hoạt động



(\*) Tỷ lệ 9T/2012 đã quy về tương đương tỷ lệ năm

#### Kỳ thu tiền bình quân



Nguồn: MPC, FPTS tổng hợp

Vòng quay hàng tồn kho của Minh Phú đang giảm dần qua các năm (từ 7,84 vòng năm 2007 xuống 2,46 vòng trong 9T/2012) cho thấy việc cân đối giữa sản xuất và tiêu thụ của công ty đang kém dần, sản lượng sản xuất tăng bình quân 24,7%/năm từ 2007-2011, trong khi sản lượng xuất khẩu chỉ tăng bình quân 23,5%/năm. Việc sản lượng sản xuất tăng mạnh các năm qua là do công ty đã đầu tư nâng mạnh công suất chế biến từ 19.000 tấn thành phẩm/năm lên 76.000 tấn thành

phẩm/năm, nhưng tiêu thụ không thể tăng tương ứng do một số khó khăn phát sinh ngoài dự kiến của doanh nghiệp.

Khả năng kiểm soát công nợ của Minh Phú đang cải thiện rất tích cực trong các năm qua với kỳ thu tiền bình quân đã giảm mạnh từ 139,3 ngày năm 2007 xuống còn 23 ngày trong 9T/2012 (đây là mức tốt nhất trong số các doanh nghiệp thủy sản đang niêm yết), giúp khả năng quay vòng vốn của công ty nhanh hơn nhiều doanh nghiệp khác, hạn chế phần nào việc sử dụng vốn vay cho các đơn hàng kế tiếp. Đạt được điều này là do công ty đã siết chặt quản lý công nợ của khách hàng khi chất lượng sản phẩm, uy tín, nền tảng khách hàng của Minh Phú ngày càng tốt hơn. Đặc biệt, phần lớn khách hàng của công ty đến từ các nước Nhật, Hàn Quốc, Mỹ, EU, Canada, Úc..., là những thị trường luôn đảm bảo uy tín thanh toán rất tốt cho đối tác.

Với sự suy giảm dần của vòng quay hàng tồn kho, nhưng cải thiện rất tốt vòng quay các khoản phải thu, vòng quay tổng tài sản của công ty đã cải thiện dần từ 1,11 vòng năm 2007 lên 1,21 vòng trong 9T/2012. Giai đoạn từ 2010-Q3/2012, vòng quay tổng tài sản giảm nhẹ từ 1,67 vòng xuống 1,21 vòng, chủ yếu do công ty tăng mạnh tài sản cố định với việc đưa vào hoạt động nhà máy Minh Phú – Hậu Giang và vùng nuôi ở Lộc An – Vũng Tàu, điều này đã làm hiệu quả sử dụng tổng tài sản của công ty chỉ còn ở mức trung bình so với các doanh nghiệp thủy sản khác đang niêm yết.

#### **Cơ cấu nguồn vốn**

<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>Q3/2012</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>48,4%</b>	<b>57,4%</b>	<b>49,5%</b>	<b>63,9%</b>	<b>74,4%</b>	<b>72,9%</b>
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>38,3%</b>	<b>47,9%</b>	<b>38,7%</b>	<b>44,6%</b>	<b>56,4%</b>	<b>56,7%</b>
Vay ngắn hạn	35,3%	40,4%	33,3%	38,3%	46,4%	49,2%
Phải trả người bán	1,9%	2,7%	3,1%	2,7%	5,0%	2,9%
Phải trả NH khác	1,1%	4,8%	2,3%	3,7%	5,0%	4,6%
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>10,2%</b>	<b>9,4%</b>	<b>10,8%</b>	<b>19,3%</b>	<b>18,1%</b>	<b>16,2%</b>
Vay dài hạn	10,2%	9,3%	10,6%	19,2%	17,9%	16,1%
Phải trả dài hạn khác		0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>50,9%</b>	<b>40,5%</b>	<b>48,4%</b>	<b>34,4%</b>	<b>24,3%</b>	<b>25,8%</b>
<b>Lợi ích CĐ thiểu số</b>	<b>0,6%</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,1%</b>	<b>1,7%</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,3%</b>

*Nguồn: MPC, FPTTS tổng hợp*

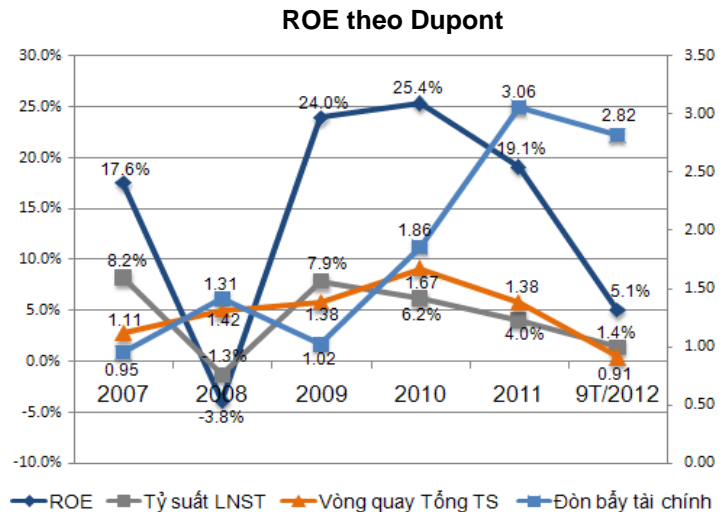
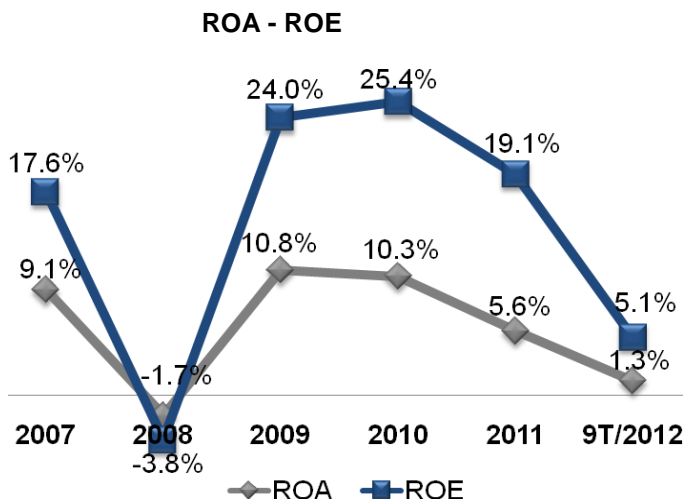
Tỷ trọng nợ ngắn hạn đã tăng khá mạnh trong các năm qua (từ 38,3% năm 2007 lên 56,7% cuối Q3/2012), chủ yếu do khoản vay ngắn hạn tăng mạnh (từ 35,3% năm 2007 lên 49,2% cuối Q3/2012) nhằm đáp ứng nhu cầu vốn lưu động ngày càng cao cho hoạt động chế biến và nuôi trồng khi công ty đã nâng mạnh năng lực chế biến (từ 19.000 tấn thành phẩm/năm lên 76.000 tấn thành phẩm/năm) và vùng nuôi tôm nguyên liệu (từ 600 ha lên 1.220 ha) trong giai đoạn 2007-2012.

Tỷ lệ nợ ngắn hạn 49,2% đến cuối Q3/2012 của Minh Phú là mức khá cao so với nhiều doanh nghiệp đang niêm yết nhưng vẫn còn thấp hơn nhiều so với các doanh nghiệp thủy sản khác (hiện chỉ cao hơn ABT 23,5% và ANV 26,4%) và vẫn nằm trong tầm kiểm soát của công ty khi dòng tiền từ hoạt động kinh doanh vẫn khá dồi dào.

Tỷ lệ nợ dài hạn của công ty tăng mạnh trong giai đoạn 2007-2011 (từ 10,2% lên 18,1%) nhằm đáp ứng nhu cầu vốn đầu tư vào nhà máy Minh Phú – Hậu Giang và mở rộng vùng nuôi ở Cà Mau và Lộc An. Trong đó, phần lớn nợ vay dài hạn là từ trái phiếu không chuyển đổi lãi suất thả nổi kỳ hạn 3 năm (chiếm khoảng 79,7% vay dài hạn đến cuối năm 2011). Đến cuối Q3/2012, tỷ lệ nợ dài hạn đã giảm còn 16,2% do một phần trái phiếu đã chuyển sang nợ ngắn hạn trong năm 2012. Đây là tỷ lệ nợ dài hạn cao nhất trong các doanh nghiệp thủy sản, tuy nhiên khả năng thanh

toán khoản vay dài hạn này vẫn được đảm bảo từ dòng tiền hoạt động trong tương lai và có thể là từ việc phát hành 30 triệu cổ phiếu trong các năm sau.

### Khả năng sinh lợi ROE và ROA



Nguồn: MPC, FPTs tổng hợp

Khả năng sinh lợi ROA và ROE của công ty đã giảm mạnh trong năm 2011 và 9T/2012 sau khi đạt mức cao nhất trong năm 2009-2010, do lợi nhuận sau thuế giảm mạnh 9,8% năm 2011 và 63% trong 9T/2012, trong khi tổng tài sản tăng mạnh do công ty đầu tư mạnh vào nhà máy và vùng nuôi, còn vốn chủ sở hữu cũng tăng dần theo lợi nhuận tích lũy hằng năm.

**Phân tích theo Dupont:** Trong năm 2010, ROE của Minh Phú cải thiện lên mức cao nhất 25,4% từ 24% năm 2009 là nhờ sự cải thiện mạnh hiệu quả sử dụng tổng tài sản (tăng từ 1,38 vòng năm 2009 lên 1,67 vòng năm 2010) và gia tăng mạnh việc sử dụng đòn bẩy tài chính (từ 1,02 lần năm 2009 lên 1,86 lần năm 2010), dù tỷ suất lợi nhuận sau thuế đã suy giảm khá mạnh (từ 7,9% năm 2009 xuống 6,2% năm 2010). Từ năm 2010 đến 9T/2012, ROE đã giảm mạnh từ 25,4% xuống 5,1% là do cả tỷ suất lợi nhuận sau thuế và hiệu quả sử dụng tổng tài sản đều giảm mạnh (lần lượt từ 6,2% xuống 1,4% và từ 1,67 vòng xuống 0,91 vòng), bất chấp việc sử dụng đòn bẩy tài chính tiếp tục gia tăng (từ 1,86 lần lên 2,82 lần). Điều này cho thấy, việc mở rộng quy mô sản xuất kinh doanh trong các qua của Minh Phú chưa đạt được hiệu quả như mong muốn.

## DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

### Dự phóng kết quả kinh doanh quý 4 và năm 2012

Với đặc trưng ngành, quý 4 thường là quý tiêu thụ tốt nhất do nhu cầu tôm tăng cao vào các dịp lễ hội cuối năm. Theo đó, chúng tôi ước kết quả kinh doanh của Minh Phú Q4/2012 cũng sẽ tích cực hơn so với 3 quý đầu năm, giúp kết quả kinh doanh cả năm 2012 của công ty cải thiện khá nhiều so với 9T/2012. Ước tính cụ thể như sau:

	9T/ 2012	Q4/ 2012	2012F	KH 2012	% KH 2012
SLượng XK (tấn)	23.034	9.016	32.050	50.000	64,10%
Tăng trưởng			17,92%	83,97%	
Giá trị XK (triệu USD)	268,7	100,7	369,4	500,0	73,88%
Tăng trưởng			10,47%	49,53%	
DT thuần (tỷ đồng)	5.677	2.026	7.703	10.478	73,52%
Tăng trưởng			9,43%	48,86%	

LNTT (tỷ đồng)	99	71	170	877	19,38%
Tăng trưởng	60,81%		-49,65%	159,88%	
EPS (đồng)	1.128		1.862		

Nguồn: MPC, FPTSD dự phóng

### Dự báo kết quả kinh doanh các năm tiếp theo

Chúng tôi trình bày các lập luận chính dựa trên tổng hợp nhiều thông tin do Công ty cung cấp cũng như những dự báo mà chúng tôi có được về ngành hoạt động của công ty để dự báo kết quả kinh doanh trong các năm tiếp theo từ 2013 trở đi.

#### ♦ Sản lượng sản xuất

Hiện tại nhà máy Minh Phú – Hậu Giang đã đi vào hoạt động với tổng công suất thiết kế là 40.000 tấn thành phẩm/năm. Cùng với nhà máy ở Cà Mau có công suất thiết kế là 36.000 tấn thành phẩm/năm, tổng công suất chế biến của công ty có thể đạt đến 76.000 tấn thành phẩm/năm. Có thể thấy, công suất chế biến 76.000 tấn thành phẩm/năm là khá lớn so với sản lượng xuất khẩu hiện tại của công ty (năm 2012 chỉ khoảng 32.050 tấn thành phẩm/năm). Việc xây dựng thêm nhà máy Minh Phú – Hậu Giang với công suất lớn là do kỳ vọng vào sản lượng xuất khẩu của công ty tăng mạnh trong các năm tới. Tuy nhiên, trước tình hình tiêu thụ khó khăn chung của ngành và thiếu công nhân sản xuất, năm 2012 nhà máy Minh Phú – Hậu Giang chỉ chạy bình quân khoảng 25% công suất thiết kế. Trong các năm tới, công ty cũng tạm thời chưa có kế hoạch xây thêm nhà máy để nâng công suất (do công suất hiện tại đã khá lớn). Chúng tôi ước tỷ lệ sản lượng sản xuất/công suất thiết kế sẽ tăng dần khi sản lượng sản xuất gia tăng trong tương lai, và ước công ty sẽ đạt gần với công suất thiết kế 76.000 tấn thành phẩm vào năm 2018. Từ năm 2019, sản lượng sản xuất sẽ vượt 76.000 tấn thành phẩm, và nhà máy sẽ nâng năng lực sản xuất lên cao hơn bằng cách tăng ca lao động, sắp xếp lại quy trình sản xuất, cải thiện năng suất lao động... để có thể đáp ứng được sản lượng sản xuất 90.000 tấn thành phẩm/năm vào năm 2021.

Đơn vị: tấn thành phẩm/năm	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Năng lực chế biến tối đa</b>	<b>76.000</b>	<b>76.000</b>	<b>76.000</b>	<b>76.000</b>	<b>76.000</b>
- Cụm nhà máy ở Cà Mau	36.000	36.000	36.000	36.000	36.000
- Cụm nhà máy ở Hậu Giang	40.000	40.000	40.000	40.000	40.000
<b>Sản lượng sản xuất</b>	<b>37.000</b>	<b>44.400</b>	<b>48.400</b>	<b>56.400</b>	<b>62.400</b>
<b>Tăng trưởng</b>	21,3%	20,0%	9,0%	16,5%	10,6%
<b>Công suất nhà máy</b>	48,7%	58,4%	63,7%	74,2%	82,1%

Đơn vị: tấn thành phẩm/năm	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Năng lực chế biến tối đa</b>	<b>76.000</b>	<b>76.000</b>	<b>90.000</b>	<b>90.000</b>	<b>90.000</b>
- Cụm nhà máy ở Cà Mau	36.000	36.000	40.000	40.000	40.000
- Cụm nhà máy ở Hậu Giang	40.000	40.000	50.000	50.000	50.000
<b>Sản lượng sản xuất</b>	<b>66.400</b>	<b>72.200</b>	<b>81.000</b>	<b>85.500</b>	<b>90.000</b>
<b>Tăng trưởng</b>	6,4%	8,7%	12,2%	5,6%	5,3%
<b>Công suất nhà máy</b>	87,4%	95,0%	90,0%	95,0%	100,0%

Nguồn: FPTSD dự báo

#### ♦ Giá xuất khẩu bình quân

Theo dự báo của World Bank, sau khi giảm mạnh 16,6% trong năm 2012 (xuống còn 9,95 USD/kg), giá tôm bình quân trên toàn cầu sẽ bắt đầu tăng trưởng trở lại từ năm 2013, đặc biệt tăng cao nhất trong năm 2014 và 2015, lần lượt là 3,4% và 5,9%. Các năm sau từ 2015 trở đi, giá sẽ tăng ổn định 0,9%/năm. Với vị thế là một trong những doanh nghiệp xuất khẩu tôm lớn nhất thế giới và có tỷ trọng xuất khẩu hàng cao cấp khá cao (trên 50% năm 2011), giá xuất khẩu bình quân của Minh Phú luôn cao hơn giá cơ sở theo dự báo của WB. Theo ước tính, giá xuất khẩu bình quân năm 2012 của

MPC cao hơn giá cơ sở của WB là 1,58 USD/kg, chúng tôi giả định mức chênh lệch này trong các năm từ 2013-2021 sẽ tiếp tục xoay quanh 1,58 USD/kg khi Minh Phú vẫn tiếp tục giữ được lợi thế so với nhiều doanh nghiệp khác trên thế giới về chất lượng sản phẩm và khả năng chế biến các mặt hàng cao cấp. Do đó, ước tính mức tăng giá xuất khẩu bình quân của MPC sẽ gần tương đương mức tăng của giá cơ sở của WB, năm 2014 và 2015 cũng là năm giá xuất khẩu bình quân của MPC tăng cao nhất, đạt lần lượt là 3,1% và 3,6%. Các năm sau từ 2015 sẽ tăng trưởng đều ổn định 1%/năm.

<i>Đơn vị: USD/kg</i>	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Giá tôm cơ sở (WB dự báo)</b>	<b>9,95</b>	<b>10,05</b>	<b>10,39</b>	<b>11,00</b>	<b>11,10</b>
<i>Tăng trưởng</i>	-16,6%	1,0%	3,4%	5,9%	0,9%
<b>Giá xuất khẩu bình quân của MPC</b>	<b>11,53</b>	<b>11,65</b>	<b>12,01</b>	<b>12,44</b>	<b>12,56</b>
<i>Tăng trưởng</i>	-6,3%	1,1%	3,1%	3,6%	1,0%
<b>Chênh lệch giá BQ của MPC và WB</b>	<b>1,58</b>	<b>1,60</b>	<b>1,62</b>	<b>1,44</b>	<b>1,46</b>

<i>Đơn vị: USD/kg</i>	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Giá tôm cơ sở (WB dự báo)</b>	<b>11,20</b>	<b>11,30</b>	<b>11,40</b>	<b>11,50</b>	<b>11,60</b>
<i>Tăng trưởng</i>	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
<b>Giá xuất khẩu bình quân của MPC</b>	<b>12,69</b>	<b>12,82</b>	<b>12,94</b>	<b>13,07</b>	<b>13,20</b>
<i>Tăng trưởng</i>	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
<b>Chênh lệch giá BQ của MPC và WB</b>	<b>1,49</b>	<b>1,52</b>	<b>1,54</b>	<b>1,57</b>	<b>1,60</b>

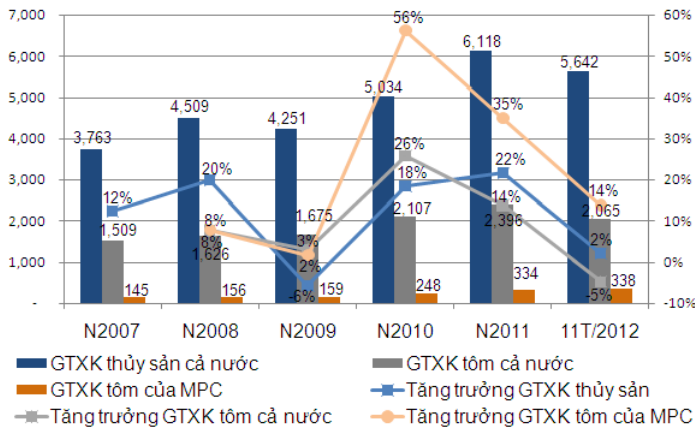
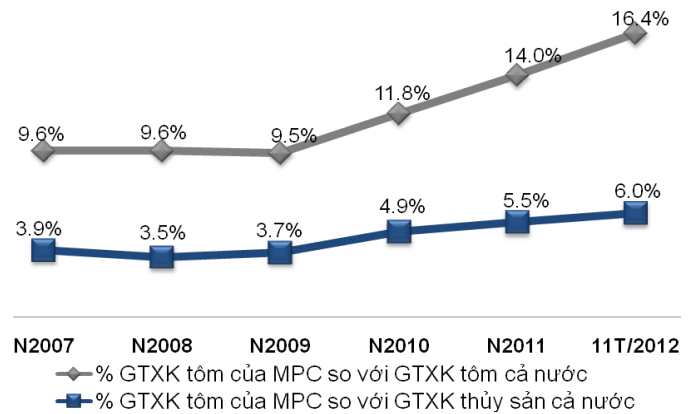
*Nguồn: FPTTS dự báo*

#### ♦ Sản lượng xuất khẩu

Trong các năm qua từ 2007-2012, Minh Phú đang duy trì tốc độ tăng trưởng sản lượng xuất khẩu khá cao, bình quân khoảng 22,4%/năm. Ngay cả trong năm 2012, khi xuất khẩu tôm cả nước gặp nhiều khó khăn, nhiều doanh nghiệp khác bị suy giảm hoặc tăng trưởng chậm sản lượng xuất khẩu, Minh Phú vẫn đạt mức tăng trưởng 18% do công ty đã mở rộng, thu hút thêm một số khách hàng từ các đối thủ đang suy yếu của mình cả trong và ngoài nước, tạo cơ sở cho tăng trưởng sản lượng xuất khẩu trong các năm tiếp theo.

Chiến lược trong các năm tới, Minh Phú vẫn tiếp tục thâm nhập sâu vào thị trường tôm toàn cầu, không ngừng mở rộng thị trường, khách hàng bằng uy tín chất lượng sản phẩm, để đạt mục tiêu tăng trưởng cao qua các năm và vươn lên trở thành nhà xuất khẩu tôm hàng đầu thế giới. Theo kế hoạch của Nghị quyết Đại hội cổ đông thường niên 2011, công ty kỳ vọng vào mức tăng trưởng sản lượng rất cao giai đoạn 2011-2015, với tăng trưởng bình quân 25,7%/năm. Tuy nhiên, thực tế đến cuối 2012, sản lượng xuất khẩu chỉ ước đạt khoảng 32.050 tấn, gần bằng mức kế hoạch ban đầu của năm 2011 là 36.000 tấn. Do đó, khả năng đạt được kế hoạch tăng trưởng sản lượng bình quân 25,7%/năm đến năm 2015 là hoàn toàn không thể. Với nền tảng thị trường và vị thế hiện tại, chúng tôi cho rằng Minh Phú sẽ tiếp tục đạt được tăng trưởng sản lượng xuất khẩu khá cao trong các năm tiếp theo, nhưng sẽ thấp hơn nhiều kế hoạch ban đầu của công ty, ước giai đoạn 2012-2015 tăng trưởng bình quân sẽ đạt 17,2%. Trong cả giai đoạn 2012-2021, mức tăng trưởng sẽ giảm dần qua các năm khi sản lượng xuất khẩu ngày càng lớn, bình quân tăng trưởng xuất khẩu cả giai đoạn 2012-2021 ước sẽ đạt khoảng 12%/năm.



**So sánh tăng trưởng của MPC và ngành thủy sản**

**Đóng góp của MPC vào GT XK ngành thủy sản**


Nguồn: MPC, Vasep và FPTTS tổng hợp

Trong các năm qua, đặc biệt từ năm 2010 đến nay, với vị thế là doanh nghiệp thủy sản lớn nhất cả nước và đang trong giai đoạn tăng trưởng nhanh, tốc độ tăng trưởng xuất khẩu của Minh Phú luôn cao hơn hẳn tốc độ tăng trưởng của ngành tôm nói riêng và của ngành thủy sản nói chung. Điều này đã giúp tỷ trọng đóng góp của Minh Phú vào xuất khẩu tôm cũng như xuất khẩu thủy sản của cả nước ngày càng lớn (xem đồ thị trên). Trong các năm tới, hoạt động nuôi trồng được dự báo sẽ tiếp tục giữ vai trò quan trọng và đóng góp ngày càng lớn vào giá trị xuất khẩu thủy sản của cả nước, trong đó tôm luôn là sản phẩm nuôi trồng, xuất khẩu chủ đạo của ngành thủy sản. Trong khi đó, Minh Phú với vị thế là doanh nghiệp tôm lớn nhất cả nước đang có lợi thế rất lớn về thị trường so với các doanh nghiệp cùng ngành. Do đó, chúng tôi cho rằng Minh Phú sẽ tiếp tục đạt được tốc độ tăng trưởng xuất khẩu trong tương lai cao hơn tăng trưởng xuất khẩu của ngành tôm cũng như ngành thủy sản cả nước ở hầu hết các thị trường xuất khẩu trọng điểm. Sản lượng xuất khẩu dự báo cụ thể ở từng thị trường như sau:

- **Thị trường Mỹ:** Mỹ hiện là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Minh Phú với mức tăng trưởng sản lượng bình quân 5 năm qua 2007-2012 là 10,2%, riêng năm 2012 dù xuất khẩu tôm của cả nước sang Mỹ gặp nhiều khó khăn nhưng MPC vẫn đạt tăng trưởng sản lượng khoảng 16,3% ở thị trường này. Đây là thị trường lớn với nhu cầu tiêu thụ tôm trong dài hạn còn khá cao nhưng mức độ cạnh tranh sẽ khá gay gắt. Dù vậy, với uy tín thương hiệu đã được khẳng định tại Mỹ (Minh Phú có công ty con là Mseafood chuyên phân phối các sản phẩm tôm của công ty sang Mỹ) và là một trong những doanh nghiệp xuất khẩu tôm lớn nhất thế giới, MPC sẽ có nhiều lợi thế cạnh tranh tại Mỹ trong dài hạn so với các doanh nghiệp tôm khác trên thế giới. Theo dự báo của Viện nghiên cứu Thủy sản, tăng trưởng xuất khẩu thủy sản bình quân của Việt Nam sang thị trường Mỹ giai đoạn 2011-2020 là 6,2-7%/năm, nhưng chúng tôi dự báo tăng trưởng xuất khẩu của Minh Phú sang thị trường này sẽ đạt cao hơn, với mức tăng trưởng sản lượng xuất khẩu bình quân khoảng 11,6% trong cả giai đoạn 2012-2021.

- **Thị trường Nhật:** Theo dự báo của Viện nghiên cứu Thủy sản, tăng trưởng xuất khẩu thủy sản bình quân của Việt Nam sang thị trường Nhật là 17,2% giai đoạn 2011-2015 và 2,9% giai đoạn 2015-2020. Đối với Minh Phú, Nhật là thị trường đang duy trì tăng trưởng rất cao với mức tăng trưởng bình quân 2007-2012 khoảng 44,8%. Thị trường Nhật có mức tiêu thụ thủy sản trên đầu người lớn với nhu cầu cao từ các mặt hàng tôm chế biến cao cấp, nhưng vẫn chưa được đáp ứng đủ, do hiện tại số doanh nghiệp trên thế giới có thể chế biến các sản phẩm tôm cao cấp theo đúng yêu cầu chất lượng của khách hàng Nhật là không nhiều. Với các yếu tố trên, chúng tôi ước tăng trưởng sản lượng xuất khẩu bình quân của Minh Phú sang thị trường Nhật sẽ cao hơn dự báo của Viện nghiên cứu Thủy sản, với mức tăng bình quân giai đoạn 2011-2015 sẽ đạt cao khoảng 28,5%/năm, giai đoạn 2015-2021 mức tăng sản lượng xuất khẩu bình quân sẽ thấp hơn hẳn, khoảng 7,66%/năm. Trong cả giai đoạn 2011-2021, mức tăng trưởng

qua từng năm sẽ thấp dần do sản lượng xuất khẩu tuyệt đối ngày càng lớn.

- **Thị trường Hàn Quốc:** Là thị trường đang tăng trưởng cao nhất của công ty (do sản lượng xuất khẩu còn thấp, trong khi nhu cầu còn khá lớn) với tăng trưởng bình quân giai đoạn 2007-2012 là 58,6%. Thị trường Hàn Quốc với đặc tính gần giống thị trường Nhật có nhu cầu tiêu thụ cao các mặt hàng tôm cao cấp. Trong tương lai dự kiến thị trường Hàn Quốc sẽ tiêu thụ tôm của Minh Phú với 100% là sản phẩm cao cấp. Hiện đã có một nhà nhập khẩu của Hàn Quốc cam kết bao tiêu toàn bộ sản phẩm của công ty trong các năm tới. Do đó, chúng tôi dự báo sản lượng xuất khẩu sang Hàn Quốc sẽ tiếp tục duy trì tăng trưởng cao giai đoạn 2012-2015, nhưng sẽ thấp hơn mức bình quân giai đoạn 2007-2012, ước khoảng 20%/năm. Giai đoạn 2015-2021 mức tăng trưởng sẽ giảm dần khi sản lượng ngày càng cao, bình quân tăng trưởng giai đoạn này khoảng 9,8%/năm.
- **Thị trường EU:** Là thị trường tăng trưởng khá cao từ 2007-2010 (bình quân 58,4%), nhưng đã tăng chậm trở lại năm 2011 (còn 5,5%) và giảm mạnh 21,5% trong năm 2012 do khó khăn kinh tế từ cuộc khủng hoảng nợ công. Hiện giá trị sản lượng xuất khẩu sang EU của công ty còn khá thấp (năm 2012 ước chỉ còn khoảng 2.869 tấn) trong khi nhu cầu trong dài hạn của thị trường này còn khá lớn. Theo dự báo của Viện nghiên cứu Thủy sản, tăng trưởng xuất khẩu thủy sản bình quân của Việt Nam sang EU sẽ đạt thấp khoảng 3,7%/năm giai đoạn 2011-2015 do dự kiến nền kinh tế chưa sớm thoát khỏi khó khăn và sẽ đạt cao hơn giai đoạn 2015-2020, khoảng 11,5%/năm do dự kiến kinh tế sẽ cải thiện tốt hơn. Do đó, chúng tôi ước sản lượng xuất khẩu của công ty sang EU sẽ tăng trưởng trở lại trong giai đoạn 2012-2015 nhưng sẽ chỉ ở mức thấp 5%/năm. Giai đoạn 2015-2021 giả định tình hình kinh tế của EU sẽ tốt hơn và mức tăng trưởng bình quân trong giai đoạn này sẽ cao hơn, khoảng 10%/năm.
- **Thị trường Canada:** Là thị trường tăng trưởng không ổn định trong các năm qua (bình quân giai đoạn 2007-2012 là 10,4%/năm) và tăng trưởng 2012 đã giảm xuống còn khoảng 0,9%. Đây là thị trường đòi hỏi chất lượng sản phẩm cao với giá bán bình quân khá cao (khoảng hơn 13 USD/kg trong năm 2012), nhưng nhu cầu trong tương lai không lớn. Do đó, chúng tôi ước tăng trưởng sản lượng xuất khẩu của MPC sang thị trường này sẽ đạt thấp, bình quân 5%/năm giai đoạn 2012-2015, và tốc độ tăng trưởng sẽ giảm dần trong giai đoạn 2015-2021 khi giá trị sản lượng ngày càng lớn, tăng trưởng bình quân giai đoạn này là 3%/năm.
- **Thị trường Trung Quốc và Hồng Kông:** Là thị trường có nhu cầu rất lớn với dân số đông và nhu cầu thủy sản trên đầu người đang tăng dần. Tuy nhiên, sản lượng xuất khẩu của Minh Phú sang thị trường này vẫn còn khá thấp (ước chưa đến 1.000 tấn trong năm 2012). Điều này là do rủi ro thanh toán ở thị trường này khá cao, nên công ty không đẩy mạnh xuất khẩu sang đây. Qua trao đổi với công ty, việc xuất khẩu sang Trung Quốc vẫn tiếp tục thận trọng và công ty cũng không chủ trương đẩy mạnh xuất khẩu sang thị trường này trong một vài năm tới nhằm hạn chế rủi ro thanh toán. Theo dự báo của Viện nghiên cứu Thủy sản, tăng trưởng xuất khẩu thủy sản bình quân của Việt Nam sang Trung Quốc giai đoạn 2011-2015 là 5,8%/năm và cao hơn trong giai đoạn 2015-2020 với mức tăng bình quân 12,9%/năm. Do đó, chúng tôi dự báo tăng trưởng sản lượng xuất khẩu bình quân của Minh Phú sang Trung Quốc sẽ thấp hơn trong giai đoạn 2012-2015, khoảng 15%/năm (đây không phải là mức tăng trưởng cao khi sản lượng hiện tại còn khá thấp), giai đoạn 2015-2021 sẽ cao hơn giai đoạn trước, bình quân 19,2%/năm.

#### ♦ Tỷ giá

Theo dự báo của EIU, tỷ giá USD/VND bình quân trong các năm từ 2011-2015 lần lượt là 21.019; 21.685; 22.144; 22.600; 23.076. Trong năm 2012, tỷ giá USD/VND hầu như không biến động và ổn định ở mức 20.825, thấp hơn cả mức dự báo tỷ giá của EIU năm 2011. Do đó, chúng tôi giả định tỷ giá bình quân 2013 sẽ đạt bằng mức dự báo của EIU năm 2011 là 21.019 và các năm sau từ 2014-

2017 tỷ giá bình quân từng năm sẽ lần lượt bằng mức dự báo của EIU cho các năm từ 2012-2015 (tương ứng mức trượt bình quân khoảng 2,1%/năm). Giai đoạn từ 2018-2020, giả định tỷ giá bình quân sẽ tiếp tục trượt 2%/năm và năm 2021 tỷ giá bình quân chỉ còn trượt nhẹ 1%.

Trong hoạt động kinh doanh của MPC, do nguồn thu từ ngoại tệ rất lớn nên biến động của tỷ giá trong năm sẽ tạo ra các khoản lãi chênh lệch tỷ giá (đưa vào doanh thu tài chính) hoặc lỗ chênh lệch tỷ giá (đưa vào chi phí tài chính). Việc tỷ giá dao động lên xuống quanh mức tỷ giá bình quân trong từng năm (như ước lượng) sẽ làm cho các khoản lãi lỗ chênh lệch tỷ giá bù trừ lẫn nhau nên chúng tôi giả định sẽ không phát sinh các khoản lãi hoặc lỗ chênh lệch tỷ giá trong hoạt động của MPC, lợi ích của việc tăng tỷ giá bình quân của từng năm sẽ được phản ánh trực tiếp vào doanh thu công ty.

#### ♦ Giá vốn hàng bán

Tỷ lệ giá vốn hàng bán/doanh thu thuần của công ty trong giai đoạn từ 2007-2011 khá ổn định quanh mức 85%, riêng trong năm 2012 tỷ lệ này tăng lên khá cao khoảng 86,8% là do công ty bị thiệt hại lớn trong hoạt động nuôi trồng do dịch bệnh làm tôm chết hàng loạt, trong khi giá xuất khẩu bình quân lại giảm so với các năm trước.

Chiến lược phát triển của công ty trong các năm tới là tiếp tục mở rộng vùng nuôi, tăng cường khả năng tự chủ nguồn tôm nguyên liệu. Với giả định dịch bệnh trên tôm hiện tại sẽ được giải quyết và công ty thử nghiệm thành công phương pháp nuôi tôm mới trong năm 2013, thì kế hoạch mở rộng vùng nuôi sẽ được công ty tiếp tục triển khai trong năm 2014-2017 (mỗi năm đầu tư thêm 1.000 ha vùng nuôi), khi đó, khả năng tự chủ nguồn nguyên liệu của công ty sẽ tăng từ khoảng 15% hiện tại (theo ước tính nếu giả định tôm không bị dịch bệnh chết) lên khoảng 70% năm 2017. Điều này sẽ giúp cải thiện giá thành sản xuất trên một đơn vị sản phẩm trong các năm tới vì chi phí tôm nguyên liệu từ nuôi trồng sẽ thấp hơn so với mua từ bên ngoài. Trong khi đó, giá xuất khẩu bình quân trên một đơn vị sản phẩm cũng sẽ cải thiện dần qua các năm (như giả định ở trên). Hai yếu tố này sẽ giúp cải thiện dần tỷ lệ giá vốn hàng bán/doanh thu thuần của công ty trong tương lai.

#### ♦ Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp

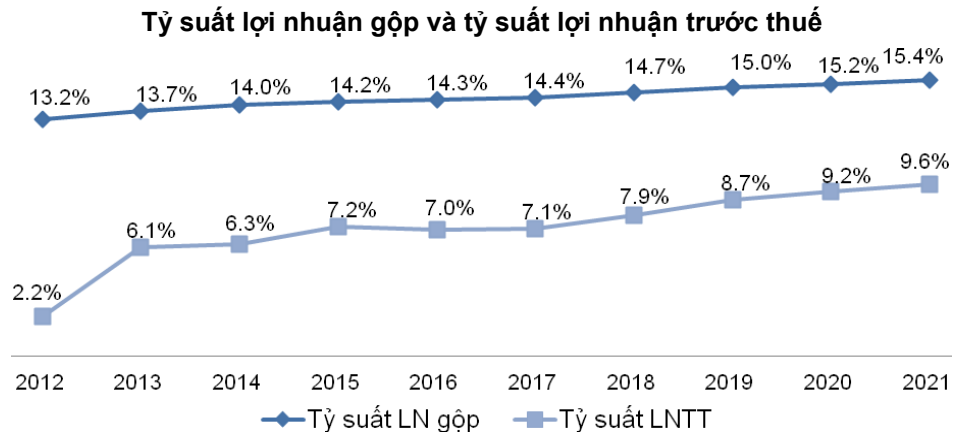
Chi phí bán hàng của công ty chiếm phần lớn là chi phí thuê tàu, bảo hiểm, thủ tục hải quan..., trong khi các khoản chi phí này biến động theo giá trị xuất khẩu, doanh thu của công ty. Với tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu thuần hai năm gần nhất 2011-2012 là 4,5% và 4,7%, chúng tôi giả định các năm tiếp theo 2013-2021 tỷ lệ này sẽ tiếp tục xoay quanh 4,5% - 4,7%. Chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu thuần của công ty trong 3 năm 2010-2012 bình quân khoảng 1,3%, các năm tiếp theo 2013-2021 tỷ lệ này dự kiến sẽ tiếp tục xoay quanh từ 1,2% - 1,4%.

#### ♦ Doanh thu tài chính và chi phí tài chính

Với giả định khoản lãi lỗ từ chênh lệch tỷ giá bù trừ lẫn nhau (như đã nêu ở trên), công ty sẽ không phát sinh khoản lãi/lỗ từ chênh lệch tỷ giá. Doanh thu tài chính của công ty sẽ chủ yếu đến từ lãi tiền gửi ngắn hạn, lãi suất tiền gửi bình quân các năm trong tương lai giả định sẽ là 9% năm 2013, 8,5% năm 2014 và 7% từ năm 2015 trở đi.

Chi phí tài chính của công ty chủ yếu là chi phí lãi vay. Trong năm 2013, nhiều khả năng ngân hàng nhà nước sẽ tiếp tục gia hạn vay ngoại tệ ngắn hạn cho các doanh nghiệp thủy sản (hiện đã có dự thảo về vấn đề này), nên chúng tôi giả định MPC sẽ vay ngắn hạn hoàn toàn bằng USD với lãi suất bình quân khoảng 3,5% (hiện đã có nhiều ngân hàng chào công ty ở mức lãi suất này). Từ năm 2014 về sau, công ty sẽ chuyển sang vay ngắn hạn bằng VND với lãi suất bình quân ước khoảng 13% năm 2013, 12,5% năm 2014 và 11,5% từ 2015 trở đi (đây là mức lãi suất cho vay VND giả định của chúng tôi dựa trên theo dự báo lãi suất cho vay của EIU trong dài hạn). Phần vay dài hạn (cả trái phiếu và các khoản vay dài hạn ngân hàng) sẽ hoàn toàn bằng VND với lãi suất bình quân từng

năm tương đương lãi suất cho vay ngắn hạn.



Nguồn: FPTTS dự báo

♦ **Một số điểm đáng chú ý trong dự báo dòng tiền của MPC**

- **Chiến lược mở rộng vùng nuôi, tăng khả năng tự chủ nguồn tôm nguyên liệu là mục tiêu đầu tư chính của MPC trong các năm tới.** Hiện tại dịch bệnh trên tôm ở Việt Nam vẫn tồn tại, nên MPC vẫn đang thuê chuyên gia tiến hành nghiên cứu để giải quyết dứt điểm dịch bệnh trên tôm và thử nghiệm phương pháp nuôi tôm mới. Do đó, chúng tôi giả định rằng MPC sẽ không tiếp tục đầu tư vùng nuôi mới trong năm 2013, mà sẽ tiến hành trở lại trong năm 2014 khi dịch bệnh trên tôm đã được giải quyết và phương pháp nuôi tôm mới được thử nghiệm thành công. Kế hoạch mở rộng vùng nuôi cụ thể theo giả định của chúng tôi như sau (dựa theo kế hoạch ban đầu của công ty theo Nghị quyết Đại hội cổ đông thường 2011):

	2014	2015	2016	2017
Tổng diện tích mở rộng trong năm (ha)	1.000	1.000	1.000	1.000
Vốn đầu tư cho mở rộng vùng nuôi (triệu đồng)	384.000	626.000	658.000	919.000
Tổng diện tích nuôi lũy kế (ha)	2.200	3.200	4.200	5.200

Nguồn: MPC, FPTTS dự báo

Do đó, mỗi năm tương ứng MPC sẽ phát sinh một khoản tiền chi tiêu để đầu tư mở vùng nuôi và phần nguyên giá của tài sản cố định sẽ tăng lên một khoảng tương ứng.

- **Việc phát hành riêng lẻ 30 triệu cổ phiếu cho cổ đông chiến lược:** Kế hoạch này ban đầu dự kiến thực hiện trong năm 2012 để phục vụ cho việc đầu tư mở rộng vùng nuôi và bổ sung vốn lưu động. Tuy nhiên, do một số khó khăn trong công tác nuôi trồng nên việc mở rộng vùng nuôi tạm thời hoãn lại trong năm 2012 (và dự kiến cả trong năm 2013 theo giả định ở trên) và hiện tại tình hình tài chính của công ty đã ổn định hơn nên việc phát hành này cũng tạm thời hoãn lại. Công ty dự kiến sẽ phát hành 30 triệu cổ phiếu này trong năm 2013 hoặc 2014 khi có nhu cầu vốn với giá không thấp hơn 50.000 đồng/cổ phiếu (trong năm 2012 CP Food đã chấp nhận mua lượng cổ phiếu phát hành thêm với giá 50.000 đồng/cổ phiếu, có đối tác đã trả đến 59.000 đồng/cổ phiếu). Theo tính toán của chúng tôi, công ty sẽ phát sinh nhu cầu vốn vào năm 2014 khi vùng nuôi bắt đầu được thực hiện đầu tư. Do đó, chúng tôi giả định đợt phát hành riêng lẻ 30 triệu cổ phiếu sẽ được thực hiện vào đầu năm 2014. Dưới góc độ thận trọng, chúng tôi chỉ giả định công ty sẽ phát hành được 30 triệu cổ phiếu với giá 55.000 đồng/cổ phiếu, thu được 1.650 tỷ đồng.



## ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi tiến hành định giá MPC theo hai phương pháp là chiết khấu dòng tiền DCF và phương pháp so sánh tương đối. Phương pháp chiết khấu dòng tiền gồm hai phương pháp là FCFF và FCFE, nhưng do giá trị của hai phương pháp gần tương đương nhau nên chúng tôi chỉ lấy giá theo phương pháp FCFF với tỷ trọng là 80%. Phương pháp so sánh tương đối là kết quả tổng hợp của phương pháp P/E và P/B, với tỷ trọng là 20%.

### Tỷ trọng từng phương pháp định giá

*Đơn vị: Đồng/cổ phiếu*

Phương pháp/mô hình	Giá	Tỷ trọng	Bình quân giá quyền
FCFF	39.157	80%	31.326
So sánh tương đối (P/E+P/B)	34.235	20%	6.847
<b>Giá MPC</b>			<b>38.173</b>

*Nguồn: FPTIS dự phóng*

Với thị giá hiện tại ngày 04/02/2013 khoảng 27.000 đồng, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đầu tư dài hạn đối với cổ phiếu MPC với giá mục tiêu là 38.173 đồng/cổ phiếu (cao hơn thị giá khoảng 41%)

#### ▪ Lựa chọn mô hình

##### - Phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF)

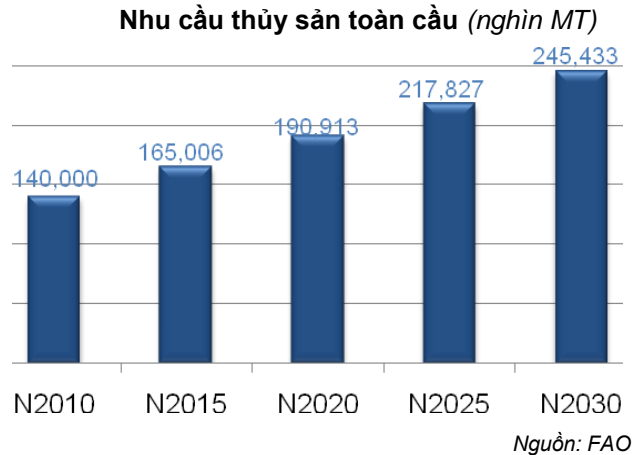
Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) 2 giai đoạn để định giá cổ phiếu MPC, mô hình này áp dụng cho cổ phiếu có tốc độ tăng trưởng cao trong một số năm, sau đó trở về tốc độ tăng trưởng ổn định và bền vững. Các giả định về giai đoạn tăng trưởng của chúng tôi như sau:

**+ Giai đoạn tăng trưởng cao 2007 – 2021:** Đây là giai đoạn MPC tham gia sâu rộng vào thị trường tôm toàn cầu để trở thành một trong những doanh nghiệp chế biến xuất khẩu tôm lớn nhất thế giới. Trong giai đoạn này công suất nhà máy tăng mạnh với việc tăng công suất ở nhà máy Cà Mau lên 36.000 tấn thành phẩm/năm và xây dựng thêm nhà máy ở Hậu Giang 40.000 tấn thành phẩm/năm, cuối giai đoạn này tổng công suất chế biến được nâng lên đến 90.000 tấn thành phẩm/năm do tăng ca, cải thiện máy móc, năng suất lao động. Sản lượng sản xuất sẽ tăng dần cho đến khi đạt mức công suất tối đa 90.000 tấn thành phẩm/năm. Tăng trưởng của doanh nghiệp trong giai đoạn này dựa vào cả giá bán và sản lượng xuất khẩu. Dù vậy, tốc độ tăng trưởng trong giai đoạn này sẽ giảm dần qua từng năm khi quy mô xuất khẩu của doanh nghiệp ngày càng lớn.

**+ Giai đoạn tăng trưởng ổn định sau 2021:** Với quy mô khá lớn vào năm 2021, tăng trưởng của MPC dự kiến sẽ đều, ổn định hơn và theo sát mức tăng trưởng của nhu cầu thủy sản trên thế giới qua từng năm.

**▪ Tốc độ tăng trưởng (g):** Theo dự báo của FAO, nhu cầu thủy sản của thế giới năm 2020 là 190.913 nghìn MT, đến năm 2030 là 245.433 nghìn MT. Như vậy, tăng trưởng nhu cầu bình quân của thủy sản toàn cầu 2020-2030 là 2,544%/năm. Nguồn thực phẩm từ tôm là nguồn thực phẩm có thể tái tạo và sẽ thay thế dần cho các nguồn thực phẩm thủy sản từ khai thác, đánh bắt, nên tăng trưởng nhu cầu tôm bình quân toàn cầu dự kiến sẽ cao hơn tăng trưởng nhu cầu thủy sản toàn cầu. Tuy nhiên, dưới góc độ thận trọng, chúng tôi chỉ ước tăng trưởng nhu cầu tôm bình quân từ 2020-2030 bằng với mức tăng bình quân nhu cầu thủy sản toàn cầu là 2,544%. Minh Phú với vai trò là một trong những doanh nghiệp tôm lớn nhất thế giới, sẽ đạt mức tăng trưởng dài hạn **g** tương ứng ở mức 2,544% này.





▪ **Chi phí sử dụng vốn:**

**Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu (Re)**

Chi phí vốn chủ sở hữu	Diễn giải
<b>Re: Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu</b>	<b><math>= R_f + \beta \times (RM - R_f) = 22,2\%</math></b>
Rf: Lãi suất phi rủi ro (Lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam kỳ hạn 10 năm)	= 11,5%
$\beta$ : Tương quan cổ phiếu với thị trường chứng khoán	0,89
RM-Rf: Mức bù rủi ro thị trường	12%

Nguồn: FPTs tính toán

**Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)**

WACC	Ước tính
$E/(D+E) = w(e)$	33,0%
$D/(D+E) = w(d)$	67,0%
Chi phí nợ (Rd)	9,3%
Thuế suất (T)	21,0%
Chi phí vốn (Re)	22,2%
<b><math>WACC = Re \times w(e) + Rd \times (1-T) \times w(d)</math></b>	<b>12,3%</b>

Nguồn: FPTs tính toán

**Tóm tắt định giá theo phương pháp FCFF**

Đơn vị: Triệu đồng, Triệu cổ phiếu

	FCFF
Thời gian dự báo (năm)	9
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền từng năm	2.738.049
Giá trị hiện tại của dòng tiền cuối cùng	2.448.371
Giá trị công ty	8.894.646
Cộng: Tiền và các chứng khoán ngắn hạn	712.372
Trừ: Nợ	2.995.853
Giá trị vốn chủ sở hữu	2.902.940
Lợi ích cổ đông thiểu số	161.927
Giá trị vốn chủ sở hữu Công ty mẹ	2.741.012
Số cổ phiếu hiện hành (triệu CP)	70
<b>Giá trị nội tại</b>	<b>39.157</b>

- **Phương pháp so sánh tương đối:** Do hiện tại thị giá, P/E, P/B chung của các doanh nghiệp tôm Việt Nam ở mức khá thấp so với các doanh nghiệp cùng ngành trên thị trường chứng khoán các nước, nên chúng tôi đã tiến hành so sánh P/E, P/B của MPC với một số doanh nghiệp tôm trên thế giới để định ra mức giá phù hợp cho MPC.

**Tổng hợp P/E, P/B các doanh nghiệp so sánh**

Tên doanh nghiệp	Quốc gia	ROE 9T/2012	P/E (*)	P/B (')
Charoen Pokphand Foods PCL	Thái Lan	26,20%	11,81	2,55
Seafresh Industry PCL	Thái Lan	36,20%	8,60	2,77
Thai Union Frozen Products PCL	Thái Lan	18,80%	13,01	2,15
Surapon Food PCL	Thái Lan	21,15%	10,89	2,18
<b>Bình quân</b>			<b>11,08</b>	<b>2,41</b>

(\*) Lấy thị giá ngày 11/01/2013 chia cho EPS 4 quý gần nhất đến cuối Q3/2012

(') Lấy thị giá ngày 11/01/2013 chia cho Book value cuối Q3/2012

Nguồn: SET, BCTC các doanh nghiệp và FPTTS tổng hợp

**Tổng hợp định giá so sánh MPC**

	EPS 2012F	Book value Q3/2012	P/E, P/B bình quân	Giá	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
P/E	1.862 đồng		11,08 lần	20.623 đồng	60%	12.374 đồng
P/B		22.644 đồng	2,41 lần	54.652 đồng	40%	21.861 đồng
					<b>100%</b>	<b>34.235 đồng</b>

Nguồn: FPTTS tổng hợp

## RỦI RO ĐẦU TƯ

❖ **Rủi ro từ các rào cản thương mại:** Thông qua các qui định của pháp luật, các nước nhập khẩu tôm của Minh Phú thường xuyên áp đặt các rào cản thương mại để hạn chế dòng chảy các mặt hàng tôm của Việt Nam với mục đích bảo hộ cho ngành sản xuất trong nước họ. Điển hình cho hành động này là Mỹ, với việc giám sát chặt chẽ mặt hàng tôm Việt Nam xuất sang nước này thông qua các vụ kiện chống bán phá giá. Dù hiện tại, mức thuế chống bán phá giá tôm của Mỹ áp cho Minh Phú khá thấp (POR 6 chỉ 0,53%), nhưng đây luôn là rủi ro cho hoạt động xuất khẩu của Minh Phú sang thị trường trọng điểm Mỹ nếu mức thuế bị nâng lên trong tương lai.

Ngoài vấn đề chống bán phá giá, thời gian gần đây, các doanh nghiệp tôm Việt Nam nói chung và Minh Phú nói riêng cũng đang bị kiện “chống trợ cấp” từ một nhóm công ty Mỹ. Nếu DOC xác định Minh Phú có nhận được “các khoản trợ cấp” không chính đáng từ chính phủ Việt Nam, thì DOC sẽ áp đặt một khoản “thuế chống trợ giá” bổ sung trên hàng nhập khẩu vào Mỹ, làm tăng chi phí xuất khẩu tôm sang Mỹ, gây khó khăn hơn cho xuất khẩu tôm của Minh Phú vào thị trường này. Có thể thấy, các rào cản thương mại từ các nước nhập khẩu là rủi ro tiềm tàng trong hoạt động kinh doanh của công ty.

❖ **Rủi ro từ các hàng rào kỹ thuật:** Tôm là một nguồn thực phẩm quan trọng được xuất khẩu đi tiêu thụ chủ yếu ở các nước phát triển (Nhật, Mỹ, EU, Canada, Hàn Quốc...) nên vấn đề chất lượng, vệ sinh an toàn thực phẩm luôn được các nước quản lý gắt gao, phần nhằm bảo vệ sức khỏe người tiêu dùng, phần nhằm tạo ra các “hàng rào kỹ thuật” để hạn chế sản lượng tôm nhập khẩu vào nước họ. Nổi bật nhất trong vấn đề này là các rào cản, qui định về các chất kháng sinh đối với sản phẩm tôm khi xuất khẩu vào Nhật. Với đặc tính nuôi trồng ở Việt Nam, tôm thành phẩm thường dễ vi phạm các qui định về giới hạn chất kháng sinh cấm theo qui định của Nhật Bản. Sau Trifluralin năm 2010, rồi đến Enrofloxacin năm 2011 và gần đây nhất là

Ethoxyquin, luôn gây “đau đầu” cho doanh nghiệp tôm và các cơ quan chức năng của ngành, khiến xuất khẩu tôm của Việt Nam sang Nhật bị ảnh hưởng nghiêm trọng. Tuy nhiên, có thể thấy, với uy tín chất lượng sản phẩm cao đã được thừa nhận ở nhiều nước, trong các năm qua, Minh Phú hầu như rất ít bị tác động tiêu cực từ các quy định kiểm tra kháng sinh nghiêm ngặt của Nhật, mà đôi lúc còn được hưởng lợi lớn nhờ giảm được số lượng đối thủ cạnh tranh cả trong và ngoài nước. Dù vậy, các “hàng rào kỹ thuật” về chất kháng sinh sẽ tiếp tục là rủi ro tiềm ẩn cho xuất khẩu của Minh Phú trong tương lai.

- ❖ **Rủi ro nguồn tôm nguyên liệu:** Hoạt động sản xuất, xuất khẩu của Minh Phú phụ thuộc lớn vào nguồn tôm nguyên liệu. Tuy nhiên, tôm là loài động vật thân mềm với đề kháng yếu nên thường dễ mắc các mầm bệnh từ bên ngoài và chết. Từ cuối năm 2011 đến nay, dịch bệnh trên tôm hoành hành đã gây thiệt hại lớn cho người nuôi và gây thiếu hụt nguyên liệu cho các doanh nghiệp chế biến, thiệt hại cho Minh Phú còn lớn hơn khi công ty có quy mô nuôi trồng lớn nhất trong các doanh nghiệp tôm (khoảng 1.220 ha). Dù hiện tại Minh Phú đang mời chuyên gia từ Mỹ để nghiên cứu giải quyết dịch bệnh, nhưng có thể thấy các loại dịch bệnh trên tôm sẽ luôn là rủi ro thường trực trong việc đảm bảo đầu vào sản xuất của công ty.
- ❖ **Rủi ro về lãi suất:** Do nhu cầu mở rộng, phát triển nhanh trong các năm qua trong khi nguồn vốn ban đầu không lớn (vốn điều lệ của công ty chỉ 700 tỷ đồng), nên Minh Phú hiện đang có dư nợ vay ngân hàng khá cao (hơn 4.000 tỷ đồng đến cuối Q3/2012). Do đó, biến động của lãi suất sẽ tác động mạnh đến chi phí hoạt động của công ty, làm thay đổi lớn kết quả lợi nhuận. Trong thời gian từ đầu 2011 đến khoảng cuối Q2/2012, mặt bằng lãi suất bị đẩy lên rất cao, khiến chi phí lãi vay trở thành “gánh nặng” lớn cho Minh Phú, làm lợi nhuận của công ty bị sụt giảm mạnh. Hiện tại, áp lực chi phí lãi vay của công ty đã giảm khá nhiều so với những quý đầu năm khi mặt bằng lãi suất đã giảm mạnh, và đặc biệt, gần 100% khoản vay ngắn hạn của công ty là bằng USD với lãi suất chỉ khoảng 3-3,5%. Trong một vài năm tới, sự biến động tăng mạnh của lãi suất sẽ tác động tiêu cực đến lợi nhuận của công ty. Tuy nhiên qua thời gian, tác động của việc tăng lãi suất đến công ty sẽ giảm dần do dự kiến dự nợ vay của công ty sẽ giảm dần trong dài hạn.
- ❖ **Rủi ro từ các quy định, chính sách trong nước:** Bên cạnh những chính sách, quy định hỗ trợ của nhà nước, công ty cũng thường bị tác động tiêu cực từ một số chính sách, quy định bất cập, làm gia tăng chi phí, giảm sức cạnh tranh so doanh nghiệp các nước khác, như quy định về cơ chế kiểm tra an toàn thực phẩm thủy sản xuất khẩu theo thông tư 55/2011/TT-BNNPTNT ngày 03/08/2011 của Bộ NN&PTNT, đã làm phát sinh chi phí kiểm tra không hợp lý, làm giảm sức cạnh tranh sản phẩm của công ty.

## DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ

### Đánh giá về giá trị cổ phiếu

Việc đánh giá này nhằm xác định giá trị mỗi cổ phần đại diện cho việc định giá doanh nghiệp, nhằm tìm ra giá trị tiềm năng trong mỗi cổ phần công ty và cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư trong thời gian đầu tư 12 tháng. **Các thang điểm từ mức 5 (mua mạnh với mức giá thị trường hiện tại) đến mức 1 (bán mạnh với mức giá thị trường hiện tại).**

Đánh giá về giá cổ phiếu	Diễn giải
<b>5/5</b>	Mua mạnh - Nếu giá mục tiêu <b>cao hơn</b> giá thị trường 25%
<b>4/5</b>	Mua - Nếu giá mục tiêu <b>cao hơn</b> giá thị trường 15% đến 25%
<b>3/5</b>	Nắm giữ - Nếu giá mục tiêu <b>trong biên độ</b> +/-15% giá thị trường
<b>2/5</b>	Bán - Nếu giá mục tiêu <b>thấp hơn</b> giá thị trường 15% đến 25%
<b>1/5</b>	Bán mạnh - Nếu giá mục tiêu <b>thấp hơn</b> giá thị trường 25%

### 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.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ 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

Tầng 2 - Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,  
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam  
ĐT: (84.4) 3 773 7070 / 271 7171  
Fax: (84.4) 3 773 9058

#### Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh

29-31 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp.Hồ  
Chí Minh, Việt Nam  
ĐT: (84.8) 6 290 8686  
Fax: (84.8) 6 291 0607

#### Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Chi nhánh Tp.Đà Nẵng

124 Nguyễn Thị Minh Khai, Quận Hải  
Châu, Tp.Đà Nẵng, Việt Nam  
ĐT: (84.511) 3553 666  
Fax: (84.511) 3553 888

## PHỤ LỤC

CBKT	2012F	2013F	2014F	2015F	CBKT	2012F	2013F	2014F	2015F
Doanh thu thuần	7.702.520	9.403.904	11.664.048	14.284.170	<b>Tổng Tài sản</b>	<b>5.043.020</b>	<b>5.494.209</b>	<b>6.476.248</b>	<b>7.545.260</b>
- Giá vốn hàng bán	6.685.787	8.115.569	10.031.082	12.255.818	+ Tiền và tương đương	627.670	667.677	1.130.739	785.629
Lợi nhuận gộp	1.016.733	1.288.335	1.632.967	2.028.352	+ Đầu tư TC ngắn hạn	84.702	0	0	0
- Chi phí bán hàng	367.523	425.975	512.640	641.577	+ Các khoản phải thu	498.017	738.661	795.241	1.083.225
- Chi phí quản lý DN	107.196	128.458	151.704	188.057	+ Hàng tồn kho	1.804.153	2.198.046	2.473.965	3.234.224
Lợi nhuận thuần HKKD	542.014	733.902	968.622	1.198.718	+ Tài sản ngắn hạn khác	140.230	140.230	140.230	140.230
- Chi phí lãi vay	462.061	190.414	266.071	209.249	<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>3.154.772</b>	<b>3.744.614</b>	<b>4.540.175</b>	<b>5.243.309</b>
Lợi nhuận trước thuế	169.915	571.733	730.928	1.029.044	+ Phải thu dài hạn	124.225	147.518	152.044	156.344
- Thuế TNDN	35.682	114.347	146.186	205.809	+ TSCĐ hữu hình	1.359.844	1.395.114	1.587.884	1.960.054
LNST	134.233	457.386	584.742	823.236	+ TSCĐ vô hình	96.909	93.707	90.505	87.303
- Lợi ích cổ đông thiểu số	3.927	13.381	17.107	24.085	+ Xây dựng dở dang	180.865	0	0	0
LNST của cổ đông CT Mẹ	130.306	444.005	567.635	799.151	+ Đầu tư dài hạn	9.069	9.069	9.069	9.069
EPS (đ)	1.862	6.343	5.676	7.992	+ Tài sản dài hạn khác	100.605	90.545	86.017	81.716
Tăng trưởng doanh thu	9,4%	22,1%	24,0%	22,5%	<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>1.888.248</b>	<b>1.749.595</b>	<b>1.936.073</b>	<b>2.301.951</b>
Chỉ số khả năng sinh lợi	2012F	2013F	2014F	2015F	<b>Nợ &amp; Vốn chủ sở hữu</b>	2012F	2013F	2014F	2015F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	13,2%	13,7%	14,0%	14,2%	+ Phải trả ngắn hạn	401.548	710.174	663.947	746.311
Tỷ suất LNST	1,7%	4,9%	5,0%	5,8%	+ Vay và nợ ngắn hạn	2.087.404	2.046.458	1.648.263	2.011.675
ROE DuPont	8,6%	27,0%	20,0%	19,3%	+ Phải trả ngắn hạn khác	77.574	121.974	178.738	258.653
Tỷ suất EBIT	8,2%	8,1%	8,5%	8,7%	Nợ ngắn hạn	2.566.525	2.878.605	2.490.947	3.016.639
Chỉ số hiệu quả vận hành	2012F	2013F	2014F	2015F	+ Vay và nợ dài hạn	908.449	708.280	0	0
Số ngày phải thu	23,0	24,0	24,0	24,0	+ Phải trả dài hạn khác	3.710	0	0	0
Số ngày tồn kho	115,0	90,0	85,0	85,0	Nợ dài hạn	912.159	708.280	0	0
Số ngày phải trả	26,1	25,0	25,0	21,0	<b>Tổng nợ</b>	<b>3.478.685</b>	<b>3.586.885</b>	<b>2.490.947</b>	<b>3.016.639</b>
Thời gian luân chuyển tiền	111,6	89,0	84,0	88,0	+ Cổ phiếu ưu đãi				
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2012F	2013F	2014F	2015F	+ Thặng dư	177.877	177.877	1.527.877	1.527.877
CS thanh toán hiện hành	1,1	1,3	1,8	1,7	+ Vốn điều lệ	700.000	700.000	1.000.000	1.000.000
CS thanh toán nhanh	0,5	0,5	0,8	0,7	+ LN chưa phân phối	454.360	739.564	1.093.672	1.532.992
CS thanh toán tiền mặt	0,2	0,2	0,5	0,3	+ Lợi ích cổ đông thiểu số	82.649	96.031	113.138	137.223
Đòn bẩy tài chính	202,2%	152,1%	42,6%	45,8%	Vốn chủ sở hữu	1.481.688	1.811.292	3.872.163	4.391.399
Nợ / Tài sản	59,4%	50,1%	25,5%	26,7%	<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>5.043.021</b>	<b>5.494.208</b>	<b>6.476.248</b>	<b>7.545.261</b>
Khả năng TT lãi vay	3,4	95,1	84,1	131,0	Lưu chuyển tiền tệ	2012F	2013F	2014F	2015F
Chi số TK/đòn bẩy TC	2012F	2013F	2014F	2015F	<b>Tiền đầu năm</b>	1.092.050	627.670	667.677	1.130.739
CS thanh toán hiện hành	1,1	1,3	1,8	1,7	<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	134.233	457.386	584.742	823.236
CS thanh toán nhanh	0,5	0,5	0,8	0,7	+ Khấu hao lũy kế	137.268	151.886	197.521	260.121
CS thanh toán tiền mặt	0,2	0,2	0,5	0,3	+ Điều chỉnh	67.534	0	0	0
Đòn bẩy tài chính	202,2%	152,1%	42,6%	45,8%	+ Thay đổi vốn lưu động	492.188	-325.912	-378.726	-965.879
Nợ / Tài sản	59,4%	50,1%	25,5%	26,7%	<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>773.539</b>	<b>283.361</b>	<b>403.537</b>	<b>117.478</b>
Khả năng TT lãi vay	3,4	95,1	84,1	131,0	+ Thanh lý tài sản cố định	-	-	-	-
Chi số hiệu quả vận hành	2012F	2013F	2014F	2015F	+ Chi mua sắm TSCĐ	-123.118	0	-384.000	-626.000
Số ngày phải thu	23,0	24,0	24,0	24,0	+ Tăng (giảm) đầu tư	-	-	-	-
Số ngày tồn kho	115,0	90,0	85,0	85,0	+ Các hoạt động đầu tư khác	188.275	67.762	0	0
Số ngày phải trả	26,1	25,0	25,0	21,0	<b>Tiền từ hoạt động đầu tư</b>	<b>194.422</b>	<b>67.762</b>	<b>-384.000</b>	<b>-626.000</b>
Thời gian luân chuyển tiền	111,6	89,0	84,0	88,0	+ Cổ tức đã trả	-181.094	-70.000	-100.000	-200.000
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2012F	2013F	2014F	2015F	+ Tăng (giảm) vốn	0		1.650.000	0
CS thanh toán hiện hành	1,1	1,3	1,8	1,7	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-848.836	-40.946	-398.195	363.413
CS thanh toán nhanh	0,5	0,5	0,8	0,7	+ Thay đổi nợ dài hạn	-221.316	-200.169	-708.280	0
CS thanh toán tiền mặt	0,2	0,2	0,5	0,3	+ Các hoạt động TC khác	0	0	0	0
Đòn bẩy tài chính	202,2%	152,1%	42,6%	45,8%	<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-1.251.246</b>	<b>-241.116</b>	<b>-1.106.475</b>	<b>363.413</b>
Nợ / Tài sản	59,4%	50,1%	25,5%	26,7%	Tổng lưu chuyển tiền tệ	-464.380	40.007	463.062	-345.110
Khả năng TT lãi vay	3,4	95,1	84,1	131,0	<b>Tiền cuối năm</b>	627.670	667.677	1.130.739	785.629



**Dự báo giá xuất khẩu bình quân và sản lượng xuất khẩu của MPC cụ thể tại từng thị trường**

Đơn vị: USD/kg	2012	2013	2014	2015	2016	Đơn vị: Tấn thành phẩm/năm	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Thị trường Mỹ</b>	<b>11,65</b>	<b>11,77</b>	<b>12,12</b>	<b>12,48</b>	<b>12,61</b>	<b>Tổng sản lượng xuất khẩu</b>	<b>32.050</b>	<b>38.129</b>	<b>44.494</b>	<b>51.541</b>	<b>57.598</b>
<i>Tăng trưởng</i>	-15,1%	1,0%	3,0%	3,0%	1,0%	<i>Tăng trưởng</i>	17.9%	19.0%	16.7%	15.8%	11.8%
<b>Thị trường Nhật</b>	<b>12,20</b>	<b>12,38</b>	<b>12,88</b>	<b>13,39</b>	<b>13,53</b>	<b>Thị trường Mỹ</b>	<b>10.419</b>	<b>11.981</b>	<b>13.180</b>	<b>14.498</b>	<b>16.382</b>
<i>Tăng trưởng</i>	-2,8%	1,5%	4,0%	4,0%	1,0%	<i>Tăng trưởng</i>	16.3%	15.0%	10.0%	10.0%	13.0%
<b>Thị trường Hàn Quốc</b>	<b>10,43</b>	<b>10,58</b>	<b>11,01</b>	<b>11,67</b>	<b>11,84</b>	<b>Thị trường Nhật</b>	<b>7.837</b>	<b>10.189</b>	<b>12.736</b>	<b>15.283</b>	<b>16.811</b>
<i>Tăng trưởng</i>	6,5%	1,5%	4,0%	6,0%	1,5%	<i>Tăng trưởng</i>	40.0%	30.0%	25.0%	20.0%	10.0%
<b>Thị trường EU</b>	<b>11,48</b>	<b>11,48</b>	<b>11,60</b>	<b>11,83</b>	<b>11,89</b>	<b>Thị trường Hàn Quốc</b>	<b>5.485</b>	<b>6.582</b>	<b>7.898</b>	<b>9.478</b>	<b>10.900</b>
<i>Tăng trưởng</i>	-2,1%	0,0%	1,0%	2,0%	0,5%	<i>Tăng trưởng</i>	27.1%	20.0%	20.0%	20.0%	15.0%
<b>Thị trường Canada</b>	<b>13,05</b>	<b>13,18</b>	<b>13,31</b>	<b>13,57</b>	<b>13,64</b>	<b>Thị trường EU</b>	<b>2.869</b>	<b>3.013</b>	<b>3.163</b>	<b>3.321</b>	<b>3.654</b>
<i>Tăng trưởng</i>	-4,1%	1,0%	1,0%	2,0%	0,5%	<i>Tăng trưởng</i>	-21.5%	5.0%	5.0%	5.0%	10.0%
<b>Thị trường Trung Quốc và HK</b>	<b>11,22</b>	<b>11,33</b>	<b>11,89</b>	<b>12,37</b>	<b>12,56</b>	<b>Thị trường Canada</b>	<b>2.237</b>	<b>2.349</b>	<b>2.466</b>	<b>2.590</b>	<b>2.693</b>
<i>Tăng trưởng</i>	5,7%	1,0%	5,0%	4,0%	1,5%	<i>Tăng trưởng</i>	0.9%	5.0%	5.0%	5.0%	4.0%
<b>Thị trường khác</b>	<b>9,95</b>	<b>10,05</b>	<b>10,35</b>	<b>10,66</b>	<b>10,77</b>	<b>Thị trường TQ và HK</b>	<b>983</b>	<b>1.130</b>	<b>1.300</b>	<b>1.495</b>	<b>1.793</b>
<i>Tăng trưởng</i>	-7,1%	1,0%	3,0%	3,0%	1,0%	<i>Tăng trưởng</i>	108.2%	15.0%	15.0%	15.0%	20.0%
						<b>Thị trường khác</b>	<b>2.220</b>	<b>2.885</b>	<b>3.751</b>	<b>4.876</b>	<b>5.364</b>
						<i>Tăng trưởng</i>	13,2%	30,0%	30,0%	30,0%	10,0%

Đơn vị: USD/kg	2017	2018	2019	2020	2021	Đơn vị: Tấn thành phẩm/năm	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Thị trường Mỹ</b>	<b>12,73</b>	<b>12,86</b>	<b>12,99</b>	<b>13,12</b>	<b>13,25</b>	<b>Tổng sản lượng xuất khẩu</b>	<b>63.511</b>	<b>69.899</b>	<b>76.201</b>	<b>82.705</b>	<b>88.748</b>
<i>Tăng trưởng</i>	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	<i>Tăng trưởng</i>	10.3%	10.1%	9.0%	8.5%	7.3%
<b>Thị trường Nhật</b>	<b>13,66</b>	<b>13,80</b>	<b>13,94</b>	<b>14,08</b>	<b>14,22</b>	<b>Thị trường Mỹ</b>	<b>18.512</b>	<b>20.918</b>	<b>23.429</b>	<b>26.006</b>	<b>28.086</b>
<i>Tăng trưởng</i>	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	<i>Tăng trưởng</i>	13.0%	13.0%	12.0%	11.0%	8.0%
<b>Thị trường Hàn Quốc</b>	<b>12,02</b>	<b>12,20</b>	<b>12,32</b>	<b>12,44</b>	<b>12,57</b>	<b>Thị trường Nhật</b>	<b>18.324</b>	<b>19.790</b>	<b>21.175</b>	<b>22.446</b>	<b>23.793</b>
<i>Tăng trưởng</i>	1,5%	1,5%	1,0%	1,0%	1,0%	<i>Tăng trưởng</i>	9.0%	8.0%	7.0%	6.0%	6.0%
<b>Thị trường EU</b>	<b>11,95</b>	<b>12,01</b>	<b>12,07</b>	<b>12,19</b>	<b>12,31</b>	<b>Thị trường Hàn Quốc</b>	<b>11.990</b>	<b>13.189</b>	<b>14.244</b>	<b>15.383</b>	<b>16.614</b>
<i>Tăng trưởng</i>	0,5%	0,5%	0,5%	1,0%	1,0%	<i>Tăng trưởng</i>	10.0%	10.0%	8.0%	8.0%	8.0%
<b>Thị trường Canada</b>	<b>13,64</b>	<b>13,71</b>	<b>13,78</b>	<b>13,92</b>	<b>14,06</b>	<b>Thị trường EU</b>	<b>4.019</b>	<b>4.421</b>	<b>4.863</b>	<b>5.349</b>	<b>5.777</b>
<i>Tăng trưởng</i>	0,0%	0,5%	0,5%	1,0%	1,0%	<i>Tăng trưởng</i>	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	8.0%
<b>Thị trường Trung Quốc và HK</b>	<b>12,74</b>	<b>12,93</b>	<b>13,13</b>	<b>13,26</b>	<b>13,39</b>	<b>Thị trường Canada</b>	<b>2.774</b>	<b>2.857</b>	<b>2.943</b>	<b>3.031</b>	<b>3.092</b>
<i>Tăng trưởng</i>	1,5%	1,5%	1,5%	1,0%	1,0%	<i>Tăng trưởng</i>	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	2.0%
<b>Thị trường khác</b>	<b>10,87</b>	<b>10,98</b>	<b>11,09</b>	<b>11,20</b>	<b>11,31</b>	<b>Thị trường TQ và HK</b>	<b>2.152</b>	<b>2.583</b>	<b>3.099</b>	<b>3.719</b>	<b>4.277</b>
<i>Tăng trưởng</i>	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	<i>Tăng trưởng</i>	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	15.0%
						<b>Thị trường khác</b>	<b>5.740</b>	<b>6.141</b>	<b>6.448</b>	<b>6.771</b>	<b>7.109</b>
						<i>Tăng trưởng</i>	7,0%	7,0%	5,0%	5,0%	5,0%

Nguồn: FPTTS dự báo

**Dự báo kết quả kinh doanh hợp nhất MPC trong giai đoạn 2012-2021**

<i>Đơn vị: Triệu đồng</i>	2012	2013	2014	2015	2016
Doanh thu thuần	7.702.520	9.403.904	11.664.048	14.284.170	16.446.154
Giá vốn hàng bán	6.685.787	8.115.569	10.031.082	12.255.818	14.094.354
Lợi nhuận gộp	1.016.733	1.288.335	1.632.967	2.028.352	2.351.800
Chi phí bán hàng	367.523	425.975	512.640	641.577	769.893
Chi phí quản lý doanh nghiệp	107.196	128.458	151.704	188.057	223.788
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	542.014	733.902	968.622	1.198.718	1.358.119
Thu nhập ròng từ HĐTC	88.389	28.245	28.376	39.576	27.497
Thu nhập ròng từ hoạt động khác	1.573	0	0	0	0
LNTT và lãi vay (EBIT)	631.976	762.147	996.999	1.238.293	1.385.616
- Chi phí lãi vay	462.061	190.414	266.071	209.249	226.873
Lợi nhuận trước thuế	169.915	571.733	730.928	1.029.044	1.158.743
Thuế TNDN	35.682	114.347	146.186	205.809	231.749
Lợi nhuận sau thuế	134.233	457.386	584.742	823.236	926.995
Lợi ích cổ đông thiểu số	3.927	13.381	17.107	24.085	27.120
LNST riêng công ty mẹ	130.306	444.005	567.635	799.151	899.874
EPS	1.862	6.343	5.676	7.992	8.999
<i>Đơn vị: Triệu đồng</i>	2017	2018	2019	2020	2021
Doanh thu thuần	18.698.572	21.203.416	23.806.352	26.606.587	29.114.524
Giá vốn hàng bán	16.005.978	18.086.514	20.235.399	22.562.386	24.630.888
Lợi nhuận gộp	2.692.594	3.116.902	3.570.953	4.044.201	4.483.637
Chi phí bán hàng	885.376	991.622	1.090.784	1.254.401	1.379.841
Chi phí quản lý doanh nghiệp	257.357	275.372	294.648	324.112	356.524
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	1.549.861	1.849.909	2.185.521	2.465.688	2.747.272
Thu nhập ròng từ HĐTC	28.838	28.796	36.325	36.586	51.033
Thu nhập ròng từ hoạt động khác	0	0	0	0	0
LNTT và lãi vay (EBIT)	1.578.700	1.878.705	2.221.846	2.502.274	2.798.304
- Chi phí lãi vay	243.587	208.583	146.416	65.307	0
Lợi nhuận trước thuế	1.335.113	1.670.122	2.075.430	2.436.967	2.798.304
Thuế TNDN	267.023	334.024	415.086	487.393	559.661
Lợi nhuận sau thuế	1.068.090	1.336.097	1.660.344	1.949.573	2.238.643
Lợi ích cổ đông thiểu số	31.248	39.089	48.576	57.037	65.495
LNST riêng công ty mẹ	1.036.842	1.297.008	1.611.768	1.892.536	2.173.149
EPS	10.368	12.970	16.118	18.925	21.731

*Nguồn: MPC và FPTs dự báo*