

Tập đoàn Minh Phú (MPC)

Chốt lời trước khi có kết luận vụ kiện bán phá giá

28/09/2020

Chuyên viên phân tích Thủy sản
Nguyễn Thanh Danh
danhnt@kbsec.com.vn

Hạ bậc khuyến nghị xuống NĂM GIỮ khi MPC sắp có phán quyết cuối cùng về vụ kiện bán phá giá; tạm thời chuyển vị thế sang VHC

Chúng tôi hạ bậc khuyến nghị từ MUA xuống NĂM GIỮ đối với Tập đoàn Thủy sản Minh Phú (MPC) khi giá cổ phiếu đã chạm giá mục tiêu 31,700 VND và MPC cũng sắp có phán quyết cuối cùng về vụ kiện chống bán phá giá dự kiến sẽ công bố cuối tháng 10. Mặc dù chúng tôi kỳ vọng MPC sẽ thắng vụ kiện, rủi ro đối với cổ phiếu này có thể sẽ ảnh hưởng đến biến động giá trong giai đoạn sắp tới. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư có thể tạm thời chuyển vị thế sang CTCP Vĩnh Hoàn (VHC, MUA, giá MT 47,100) trong thời gian chờ đợi kết quả cuối cùng của vụ kiện hoặc quay lại tăng vị thế khi giá giảm xuống mức hấp dẫn hơn.

Rủi ro không nhỏ và lợi nhuận 2020E/2021E có thể giảm 13%/27% nếu thua kiện

Chúng tôi ước tính lợi nhuận 2020E/2021E sẽ giảm tương ứng 13%/27% nếu MPC bị áp mức thuế chống bán phá giá của Ấn Độ (hiện tại 10.17%). Ngoài ra, nếu thua kiện MPC có thể buộc phải giảm tỷ trọng xuất khẩu sang Mỹ (chiếm 40% cơ cấu doanh thu) và chuyển sang các thị trường khác trong thời gian kháng nghị xin phúc thẩm (có thể phải đến cuối năm 2022E). MSeafood (công ty con tại Mỹ) đã tạm nộp thuế 86 tỷ VND tính tới ngày 12/08/2020 và chỉ được hoàn nếu thắng kiện.

Lợi nhuận Q3 kỳ vọng tăng trưởng mạnh 57% YoY

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận Q3 sẽ tăng mạnh 57% YoY chủ yếu nhờ: 1) con số tăng trưởng tốt hơn khi so sánh cùng kỳ năm trước do xuất khẩu nửa cuối năm 2019 giảm mạnh sau cuộc điều tra chống bán phá giá của Mỹ; 2) hoàn thành bản điều tra ban đầu đối với vụ kiện chống bán phá giá; 3) tăng thị phần tại Mỹ khi các nước đối thủ cạnh tranh tiếp tục bị gián đoạn nguồn cung do đại dịch; và 4) giao các đơn hàng bị hoãn trong Q1 và Q2 do đại dịch.

Năm giữ hạ bậc

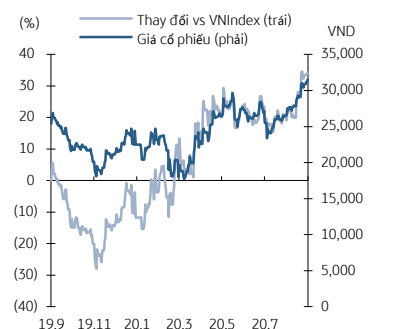
Giá mục tiêu	31,700 VND
Tổng mức sinh lời (%)	7.7%
Giá hiện tại (28/09/2020)	31,300 VND
Giá consensus	29,700 VND
Giá trị vốn hóa (triệu USD)	269 tr.USD

Dữ liệu giao dịch	
Tỉ lệ free-float (%)	48.1%
GTGD trung bình (3T)	0.15 tr.USD
Room khối ngoại (%)	11.7%
Cổ đông lớn (%)	Mitsui (35.1%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	18.9	14.5	75.0	24.0
Tương đối	11.3	9.0	27.8	34.3

Dự phóng KQKD & định giá

Năm tài chính	2019A	2020E	2021E	2022E
Doanh thu (tỷ VND)	16,998	14,826	17,289	18,458
EBIT	611	991	987	1,080
LN sau CĐTS	441	924	881	954
EPS (VND)	2,531	4,619	4,403	4,771
Thay đổi EPS (%)	(64.5)	82.5	(4.7)	8.4
P/E (x)	12.4	6.8	7.1	6.6
EV/EBITDA (x)	10.0	7.2	7.5	7.0
P/B (x)	1.2	1.1	1.1	1.0
ROE (%)	10.1	17.4	15.3	15.8
Tỷ suất cổ tức (%)	13.1	6.4	9.6	10.2



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Chốt lời trước khi có kết luận vụ kiện bán phá giá

Hạ bậc khuyến nghị từ MUA xuống NĂM GIỮ: tạm thời chuyển sang VHC cho tới khi MPC có phán quyết cuối cùng về vụ kiện bán phá giá

Phán quyết cuối cùng của vụ kiện chống bán phá giá dự kiến sẽ công bố vào cuối tháng 10, và do vậy chúng tôi hạ bậc khuyến nghị từ MUA xuống NĂM GIỮ đối với CTCP Tập đoàn Thủy sản Minh Phú (MPC). Giá cổ phiếu MPC đã tăng mạnh mẽ trong thời gian gần đây và chạm giá mục tiêu 31,700 VND chúng tôi đưa ra trong báo cáo lần đầu (14/09/2020). Tuy nhiên, với rủi ro vừa nêu, giá cổ phiếu có thể sẽ đi ngang chờ đợi kết quả vụ kiện, mặc dù chúng tôi cho rằng MPC sẽ thắng kiện (tức vẫn được miễn thuế chống bán phá giá). Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư chốt lời đối với MPC và có thể tạm thời chuyển vị thế sang CTCP Vĩnh Hoàn (VHC, MUA, giá MT 47,100 VND).

Mseafood (công ty con của MPC tại Mỹ) đang tạm nộp thuế chống bán phá giá 10.17%

Cục Hải quan và Biên phòng Hoa Kỳ (CBP) đang áp dụng các biện pháp chống bán phá giá tạm thời đối với sản phẩm tôm đông lạnh của MSeafood (công ty con của MPC tại California, Hoa Kỳ). Theo đó, MSeafood phải nộp tạm ứng mức thuế 10.17% (mức thuế chống bán phá giá hiện tại của Ấn Độ) đối với tôm đông lạnh nhập khẩu vào Mỹ sau ngày 10/09/2019 (ngày bắt đầu vụ kiện). Cuộc điều tra chính thức bắt đầu vào tháng 1/2020 với cáo buộc MPC trốn thuế chống bán phá giá khi sử dụng tôm đông lạnh Ấn Độ để xuất sang Mỹ (tôm đông lạnh Ấn Độ đang chịu thuế chống bán phá giá 10.17%). MPC phản đối cáo buộc này và phản biện rằng họ chỉ sử dụng tôm nguyên liệu Ấn Độ (bên cạnh tôm nguyên liệu Việt Nam) để chế biến (lột vỏ, luộc, tẩm bột,...) và không sử dụng tôm thành phẩm Ấn Độ để xuất sang Mỹ.

MPC sẽ gặp bất lợi nếu bị áp thuế chống bán phá giá khi các doanh nghiệp tôm Việt Nam đang được hưởng thuế 0%

Hiện tại các doanh nghiệp tôm Việt Nam đang được hưởng thuế chống bán phá giá 0% (theo kết quả cuối cùng kỳ xem xét 2017-2018 – POR 13). MPC được miễn thuế chống bán phá giá vào thị trường Mỹ từ năm 2016, kỳ vọng tạo lợi thế cạnh tranh để MPC hưởng lợi từ đà tăng trưởng tôm năm nay. Xuất khẩu tôm Việt Nam vào Mỹ đã tăng 32% YoY đạt 544 triệu USD trong 8 tháng đầu năm nhờ đối thủ Ấn Độ tiếp tục bị gián đoạn nguồn cung do đại dịch và đối thủ Trung Quốc đang mất dần thị phần giữa cuộc chiến thương mại Mỹ-Trung.

Bảng 1. Thủy sản Việt Nam – Thuế chống bán phá giá của Mỹ áp lên doanh nghiệp tôm Việt Nam, 2009-2018 (%)

	Kỳ xem xét	Toàn quốc	Minh Phú	Stapimex	Camimex	Fimex	NTSF
POR 5	2009-2010	25.76	1.15	1.04	0.83	1.04	0
POR 6	2010-2011	25.76	1.27	1.25	1.25	1.25	1.23
POR 7	2011-2012	25.76	0	0	0	0	0
POR 8	2012-2013	25.76	4.98	9.75	6.37	6.37	6.37
POR 9	2013-2014	25.76	1.39	0.91	0.91	0	0.91
POR 10	2014-2015	25.76	0	4.78	4.78	4.78	4.78
POR 11	2015-2016	25.76	0	4.78	4.78	4.78	4.78
POR 12	2016-2017	25.76	0	4.58	4.58	4.58	4.58
POR 13	2017-2018	25.76	0	0	0	0	0

Nguồn: Bộ Thương mại Hoa Kỳ

Rủi ro trọng yếu; chúng tôi ước tính lợi nhuận 2020E/2021E có thể giảm 13%/27% nếu phán quyết giữ nguyên mức thuế tạm thời 10.17%

Với mức thuế chống bán phá giá tạm thời 10.17% (mức thuế của Ấn Độ), chúng tôi ước tính MPC sẽ phải tạm nộp thuế khoảng 208 tỷ VND trong năm 2020E. Công ty đã tạm nộp thuế 86 tỷ VND tính tới ngày 12/08/2020 và sẽ chỉ được hoàn nếu MPC thắng vụ kiện. Nếu phán quyết cuối cùng giữ nguyên mức thuế 10.17% này, chúng tôi dự phóng lợi nhuận 2020E sẽ giảm 13% từ 924 tỷ VND (EPS: 4,619 VND/cp) xuống còn 802 tỷ VND (EPS: 4,009 VND/cp). Khi đó, lợi nhuận dự phóng 2021E sẽ giảm mạnh 27% từ 881 tỷ VND (EPS: 4,403 VND/cp) xuống còn 645 tỷ VND (EPS: 3,224 VND/cp) do chúng tôi kỳ vọng MPC không còn được hưởng lợi từ việc miễn thuế chống bán phá giá khi xuất khẩu tôm sang Mỹ tăng mạnh trong năm 2021E sau đại dịch. Nếu MPC bị áp thuế chống bán phá giá, doanh thu xuất khẩu sang Mỹ cũng có thể bị giảm mạnh và làm giảm lợi nhuận. Ngược lại, nếu MPC thắng kiện, khoản thuế tạm nộp 86 tỷ VND sẽ được hoàn lại và tăng 7% lợi nhuận dự phóng 2021E, đạt 941 tỷ VND (EPS: 4,705 VND/cp).

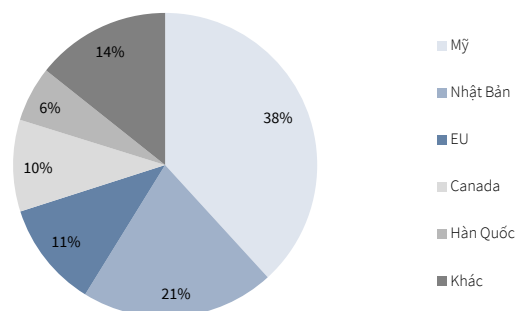
Bảng 2. Minh Phú (MPC) – Phân tích biến động lợi nhuận, 2020E-2021E (%)

		Thay đổi doanh thu xuất khẩu sang Mỹ do thuế chống bán phá giá					
		-20%	-10%	0%	10%	20%	
Mức thuế chống bán phá giá	2020E	0%	-7%	-3%	0%	3%	7%
		2%	-9%	-6%	-3%	1%	4%
		4%	-12%	-8%	-5%	-2%	1%
		6%	-14%	-11%	-8%	-5%	-1%
		8%	-17%	-14%	-10%	-7%	-4%
		10.17%	-20%	-16%	-13%	-10%	-7%
	2021E	0%	-9%	-5%	0%	5%	9%
2%	-15%	-10%	-5%	-1%	4%		
4%	-20%	-15%	-11%	-6%	-1%		
6%	-25%	-21%	-16%	-11%	-6%		
8%	-31%	-26%	-21%	-16%	-12%		
10.17%	-36%	-32%	-27%	-22%	-17%		

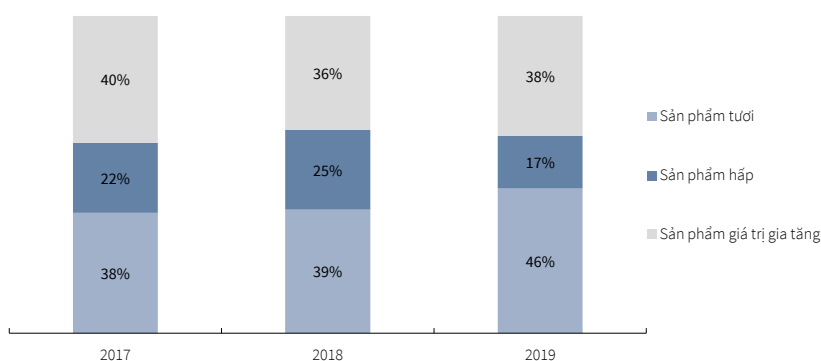
Nguồn: Chứng khoán KB Việt Nam

Chúng tôi kỳ vọng MPC sẽ thắng vụ kiện khi cung cấp đầy đủ chứng từ chứng minh nguồn gốc xuất xứ tôm xuất khẩu vào Mỹ

Chúng tôi vẫn kỳ vọng vụ kiện sẽ có kết quả khả quan khi MPC cung cấp đầy đủ chứng từ chứng minh nguồn gốc xuất xứ của tôm đông lạnh xuất khẩu sang Mỹ. Cáo buộc của phía Mỹ dựa trên sự khác biệt lớn giữa sản lượng tôm nguyên liệu mà MPC thu hoạch và sản lượng tôm xuất khẩu vào Mỹ. Theo đó, sản lượng tôm nguyên liệu mà MPC thu hoạch (tự chủ) chỉ bằng khoảng 10% sản lượng đầu vào, khiến phía Mỹ cáo buộc MPC đã nhập khẩu một lượng lớn tôm Ấn Độ để thay thế. Tuy nhiên, thực tế MPC không chỉ sử dụng tôm tự nuôi mà còn liên kết chặt chẽ mua tôm nguyên liệu từ các hộ nông dân ở địa phương để đảm bảo nguồn cung nguyên liệu của mình. Tại đại hội cổ đông hồi tháng 6 vừa qua, Ban lãnh đạo MPC cũng khá tự tin về vụ kiện và cho biết khả năng thắng kiện trên 90%. Tuy vậy, phán quyết cuối cùng vẫn thuộc về phía Mỹ và sẽ có kết luận vào khoảng cuối tháng 10. Thị trường Mỹ là thị trường lớn của MPC, duy trì tỷ trọng doanh thu khoảng 40% trong 5 năm qua, trong khi mảng tôm đông lạnh (sản phẩm đang bị kiện chống bán phá giá) chiếm tỷ trọng khoảng 40% cơ cấu sản phẩm.

Biểu đồ 1. Minh Phú (MPC) – Cơ cấu doanh thu theo thị trường, 2019 (%)

Nguồn: Báo cáo công ty

Biểu đồ 2. Minh Phú (MPC) – Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm, 2017-2019 (%)

Nguồn: Báo cáo công ty

Lợi nhuận Q3 kỳ vọng tăng trưởng mạnh 57% YoY khi chưa có phán quyết cuối cùng của vụ kiện chống bán phá giá

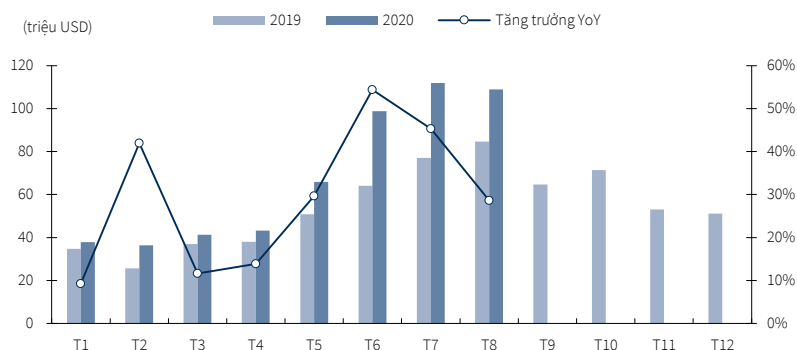
Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận Q3 sẽ tăng mạnh 57% YoY đạt 362 tỷ VND chủ yếu nhờ: 1) con số tăng trưởng tốt hơn khi so sánh cùng kỳ năm trước do xuất khẩu nửa cuối năm 2019 giảm mạnh sau cuộc điều tra chống bán phá giá của Mỹ; 2) hoàn thành bản điều tra ban đầu đối với vụ kiện chống bán phá giá; 3) tăng thị phần tại Mỹ khi các nước đối thủ cạnh tranh tiếp tục bị gián đoạn nguồn cung do đại dịch; và 4) giao các đơn hàng bị hoãn trong Q1 và Q2 do đại dịch.

Bảng 3. Minh Phú (MPC) – Dự phóng lợi nhuận 2020E theo quý, 1Q20-4Q20E (tỷ VND, %)

(tỷ VND, %)	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E
Doanh thu	2,844	2,736	4,430	4,816
LN gộp	241	338	701	670
EBIT	55	155	411	371
LN từ HĐKD	65	208	401	361
EBITDA	138	263	481	439
LN sau CĐTS	58	179	362	326
Biên gộp	8.5	12.4	15.8	13.9
Biên EBIT	1.9	5.6	9.3	7.7
Biên HĐKD	2.3	7.6	9.1	7.5
Biên ròng	2.0	6.5	8.2	6.8

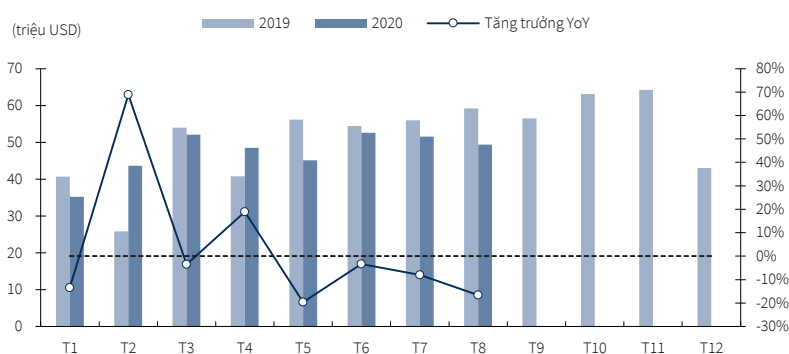
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán KB Việt Nam

Biểu đồ 3. Thủy sản Việt Nam – Giá trị xuất khẩu tôm sang Mỹ & tăng trưởng YoY hàng tháng, T1/2019-T6/2020 (triệu USD, % YoY)



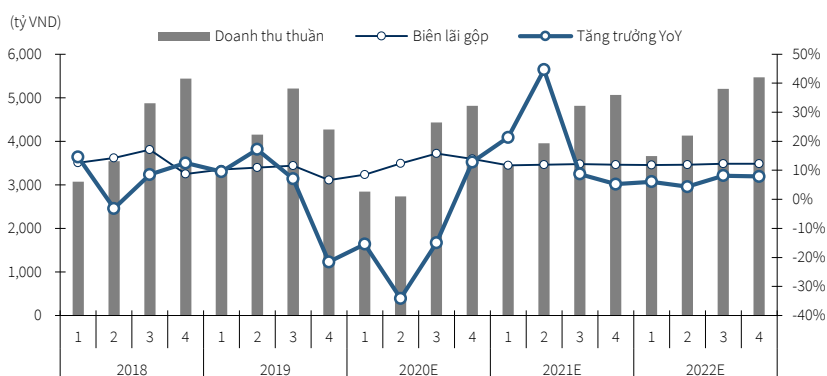
Nguồn: Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

Biểu đồ 4. Thủy sản Việt Nam – Giá trị xuất khẩu tôm sang Nhật Bản & tăng trưởng YoY hàng tháng, T1/2019-T6/2020 (triệu USD, % YoY)



Nguồn: Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

Biểu đồ 5. Minh Phú (MPC) – Dự phóng doanh thu, tăng trưởng YoY và biên lãi gộp hàng quý, 2018-2022E (tỷ VND, %)



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán KB Việt Nam

KHOẢNG PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOẢN KB VIỆT NAM

Giám đốc Khối Phân Tích – Nguyễn Xuân Bình

binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích Ví mô & Chiến lược Thị trường

Giám đốc Kinh tế Ví mô & Chiến lược thị trường – Trần Đức Anh

anhdt@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Ví mô – Thái Thị Việt Trinh

trinhhtt@kbsec.com.vn

Chuyên viên Chiến lược Thị trường – Lê Anh Tùng

tungla@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội)

Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội) – Dương Đức Hiếu

hieudd@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Công nghệ & Logistics – Nguyễn Anh Tùng

tungna@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Bất động sản – Phạm Hoàng Bảo Nga

ngaphb@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Năng lượng & Vật liệu xây dựng – Lê Thành Công

congt@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Ngân hàng Tài chính – Nguyễn Thị Thu Huyền

huyenntt@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp (Hồ Chí Minh)

Giám đốc Phân tích Khách hàng Quốc tế – Harrison Kim

harrison.kim@kbf.com

Chuyên viên Phân tích Hàng tiêu dùng & Bán lẻ – Đào Phúc Phương Dung

dungdpp@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Thủy sản & Dược phẩm – Nguyễn Thanh Danh

danhnt@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Dầu Khí & Hóa chất – Nguyễn Vinh

vinhn@kbsec.com.vn

Bộ phận Marketing Research

Chuyên viên Marketing Hàn Quốc – Seon Yeong Shin

shin.sy@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Tích cực:	Trung lập:	Tiêu cực:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.