

Báo cáo phân tích

Ngày 23/09/2009



AAM: Công ty cổ phần thủy sản Mê Kông - HOSE

Thông tin cổ phiếu

Tên công ty:	Công ty cổ phần thủy sản Mê Kông
Tên viết tắt:	MEKONGFISH CO.
Tên quốc tế:	MEKONG FISHERIES JOINT STOCK
Mã chứng khoán:	AAM
Trụ sở chính:	Lô 24 Khu công nghiệp Trà Nóc, Quận Bình Thủy, Tp Cần Thơ
Điện thoại:	+84-071 841 990
Fax:	+84-071 841 192
Email:	mkf@hcm.vnn.vn
Website:	www.mekongfish.vn ;

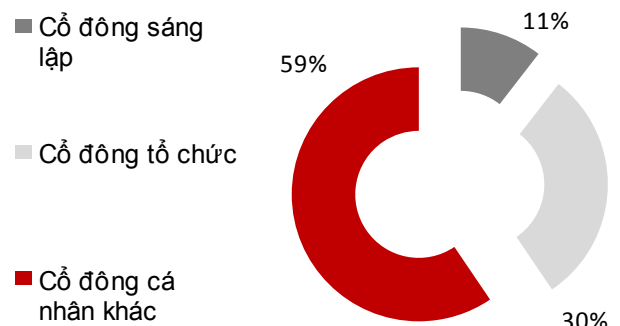
- Ngày niêm yết: 24/09/2009
- Số lượng cổ phiếu niêm yết : 8,100,000 cp
- Giá tham chiếu: 38,000 VND
- Biên độ giao dịch 20% so với giá tham chiếu.

Lịch sử phát triển

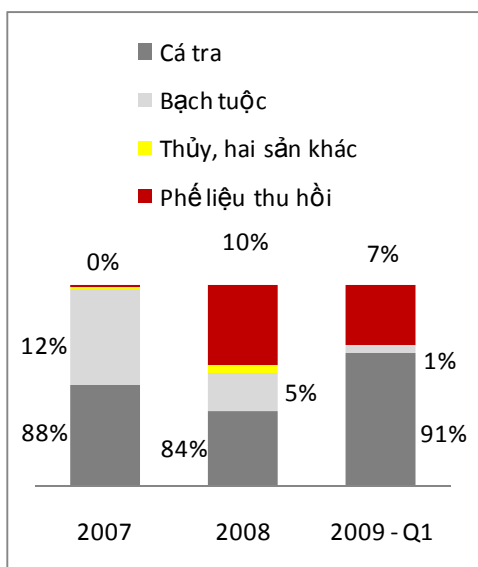
Tiền thân là Xí nghiệp Rau quả đông lạnh xuất khẩu Hậu Giang thành lập năm 1979, sau 12 năm chế biến ra quả đông lạnh xuất khẩu sang Đông Âu năm 1991 xí nghiệp chuyển sang chế biến thủy sản đông lạnh, đến cuối năm 2001 đổi tên thành Xí nghiệp chế biến Nông sản thực phẩm Cần Thơ trực thuộc Công ty nông sản thực phẩm xuất khẩu Cần Thơ.

Năm 2202, Công ty cổ phần thủy sản Mê Kông chính thức thành lập với vốn điều lệ ban đầu là 20 tỷ đồng, tăng dần lên 81 tỷ đồng và 30/06/2009 là

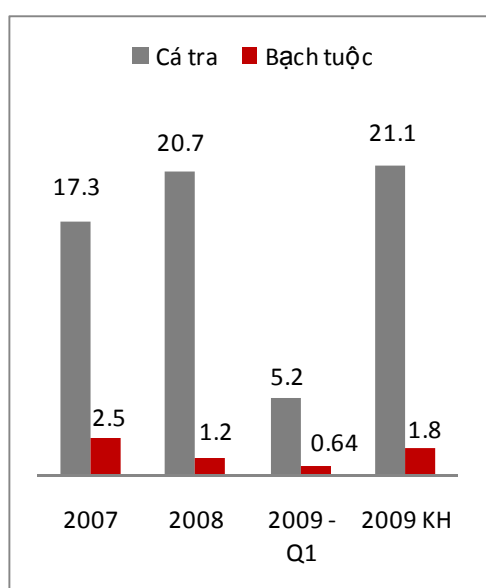
Cơ cấu cổ đông AAM - Ngày 30/04/2009



Cơ cấu doanh thu



Kim ngạch xuất khẩu (triệu USD)



Thị trường xuất khẩu

- Sản phẩm cá tra đông lạnh: 78% thị phần thuộc về các nước EU. Tiếp đó là thị trường Châu Phi, Trung Đông, Châu Mỹ La Tinh ... Từ tháng 4/2009, AAM được phép xuất khẩu cá tra sang Nga - một trong những thị trường có sản lượng tiêu thụ lớn và ổn định. AAM không xuất khẩu vào thị trường Mỹ do Mỹ tiếp tục áp dụng thuế chống phá giá thêm 5 năm nữa với biên độ cao từ 26.84%-63.88%.
- Sản phẩm bạch tuộc đông lạnh có thị trường truyền thống tại Tây Ban Nha và Hàn Quốc.

Nguồn: Mekongfish co. TVSI tổng hợp

Lĩnh vực hoạt động

Hoạt động trong lĩnh vực chế biến xuất khẩu thủy sản, sản phẩm chính của công ty gồm có:

- Cá tra đông lạnh xuất khẩu: mặt hàng chủ lực của AAM - luôn **chiếm tỷ trọng rất lớn** trong tổng doanh thu, sản xuất 4 mùa với sản lượng trung bình khoảng 9,000 tấn/năm, công ty cũng đang phấn đấu đạt 10,000 tấn/năm bắt đầu từ năm nay. Giá
- Bạch tuộc đông lạnh xuất khẩu: mặt hàng có thương hiệu tại Hàn Quốc. Tuy nhiên bị ảnh hưởng lớn bởi thời tiết và tính mùa vụ nên sản lượng chỉ ở mức 800 tấn/năm trong khi công suất tối đa là 1,000 tấn/năm. Tuy vậy **tỷ trọng mặt hàng này đang có xu hướng giảm mạnh** để nhường chỗ cho cá tra và phế liệu thu hồi ... Một phần do thị trường xuất khẩu mặt hàng này bị thu hẹp.
- Thủy sản khác: mặt hàng phục vụ theo đặt hàng như cá đuối cắt miếng, mực ống cắt khoanh... chiếm tỷ trọng không đáng kể.

Nguồn nguyên liệu: nhân tố quan trọng quyết định chất lượng của sản phẩm thủy sản đồng thời chiếm 80% giá thành sản phẩm. Những yếu tố cần xét đến là thời gian vận chuyển, tính ổn định và chất lượng nguyên liệu.

Nhà máy chế biến của AAM nằm rất gần các vùng nuôi cá nên thuận lợi trong khâu vận chuyển, các đơn vị cung cấp đều thuộc câu lạc bộ nuôi cá sạch được AAM tài trợ nên khá đảm bảo về chất lượng cũng như tính ổn định, hiện nay 90% nguyên liệu cá tra được thu mua từ nguồn này.

Đồng thời AAM cũng **phát triển khu nuôi cá riêng** với mục tiêu nguyên liệu từ hai nguồn này đáp ứng 70% nhu cầu khách hàng. Hiện nay AAM đang tập trung vào thực hiện dự án khu nuôi cá tra tại Cồn Đông Hậu cách nhà máy 18km và phấn đấu từ 2010 trở đi vùng nuôi cá sẽ tăng lên 30 ha. Vùng này có khả năng cung cấp trên 2,000 tấn cá tương đương 10% nguyên liệu cho công ty. Việc tăng nguồn cung tự nuôi sẽ giúp AAM giảm chi phí, đảm bảo tính ổn định của chất lượng và sản lượng nguyên liệu.

Nguyên liệu cho chế biến bạch tuộc không được ổn định như cá tra do phụ thuộc nhiều và thời tiết và tính mùa vụ, nguồn cung cấp lại khá xa nhà máy chế biến (110km) vì vậy công suất chế biến chưa tối đa và sản lượng cũng như doanh thu mang lại chưa lớn.

Mặc dù công ty đã có nhiều chính sách hỗ trợ với nhà cung cấp nhưng **nguồn nguyên liệu nói chung có sự biến động theo chu kỳ**, năm trước tăng thì năm sau giảm, để khắc phục được tình trạng này công ty có những chính sách quản lý chặt chẽ chi phí, tăng tiêu chuẩn về chất lượng nguyên liệu, đôi khi phải đàm phán kéo dài thời gian giao hàng hoặc điều chỉnh giá. Đây là một nhân tố bất lợi với doanh thu và lợi nhuận của công ty vì vậy chính sách phát triển các khu nuôi thủy sản riêng là một hướng đúng đắn, kỳ vọng mang lại nhiều hiệu quả.

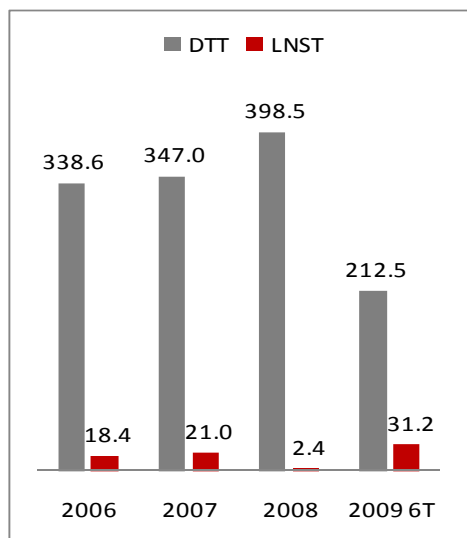
Nhân tố nguyên liệu không chỉ tác động tới giá thành mà còn ảnh hưởng chính đến chất lượng sản phẩm xuất khẩu - yếu tố quan tâm hàng đầu của các doanh nghiệp nhập khẩu. Thực tế đã cho thấy, sản phẩm thủy sản xuất khẩu của Việt Nam có một yếu điểm duy nhất về chất lượng vệ sinh an toàn thực phẩm - mà nhân tố chủ yếu chưa được khắc phục ở trong khâu nuôi cá. Giải được bài toán không khó này, AAM xác định được vị trí của mình ở những thị trường lớn như EU, Nga, Hàn Quốc ...

Chi phí vật tư bao bì: chiếm từ 4-5% giá thành - nguồn vật liệu này được công ty sử dụng hầu hết của các doanh nghiệp trên cùng địa bàn nên chi phí cũng như thời gian vận chuyển đều được tiết kiệm, chất lượng và giá thành vật liệu ổn định giúp công ty tăng hiệu quả quản lý chi phí.

Chiến lược liên kết và hợp tác của AAM với CTCP Thủy sản Việt Nam và CTCP thủy sản Hùng vương đã mang lại hiệu quả lớn, **3 đơn vị liên kết này hiện nay đã chiếm tới 40% thị phần thủy sản Việt Nam.**

HOẠT ĐỘNG DOANH NGHIỆP

Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận



Tăng trưởng doanh thu lợi nhuận

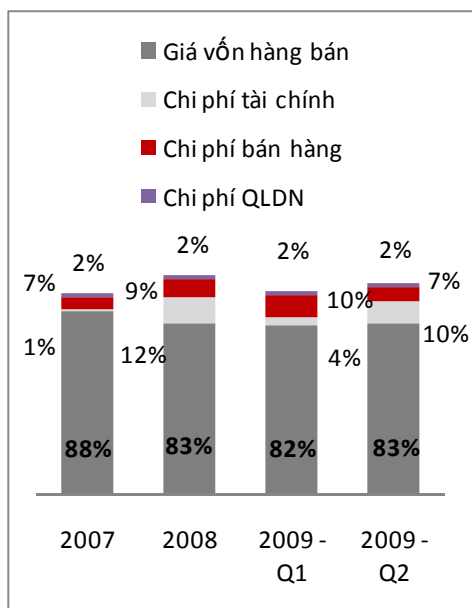
AAM đảm bảo tăng trưởng doanh thu thuần liên tục qua các năm, tốc độ tăng trưởng doanh thu của năm 2008 vào khoảng 14.8% mặc dù kinh tế Việt Nam và thế giới đều rơi vào suy thoái. 6 tháng đầu năm 2009 doanh thu AAM đạt 212.5 tỷ bằng 53.3% so với năm 2008 và đạt 53% so với kế hoạch 2009, mức tăng trưởng không mạnh mẽ nhưng thể hiện sự tăng trưởng ổn định.

Doanh thu của AAM hơn 98% đến từ sản phẩm cá tra và mực đông lạnh xuất khẩu. Vì vậy doanh thu **chịu ảnh hưởng trực tiếp của tỷ giá, các chính sách thuế xuất nhập khẩu của nước nhập khẩu và tình hình kinh tế nói chung**.

Như chúng ta đã biết, thị trường xuất khẩu chủ yếu của AAM là EU, một số nước châu Mỹ Latinh, Hàn Quốc và Tây Ban Nha ... Công ty không xuất khẩu vào thị trường Mỹ do thuế chống bán phá giá của thị trường này quá cao, thực tế thị trường này lại là một trong những thị trường tiềm năng và ổn định nhất. Vì việc cắt giảm doanh thu thị trường này bắt đầu từ năm 2003 đã mang đến cho AAM không ít tổn thất, cho đến nay AAM vẫn chưa có kế hoạch nào thâm nhập trở lại thị trường giàu tiềm năng này.

Đặc điểm của ngành khai thác chế biến thủy sản là **chi phí nguyên liệu lớn** nên giá vốn hàng bán luôn chiếm tỷ trọng lớn so với doanh thu, AAM có những chính sách tốt để quản lý chi phí nguyên liệu nên luôn duy trì được tỷ trọng giá vốn hàng bán ở mức ổn định 82-83%. Tương tự như vậy với chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp, công ty xác định cho mình mức chi phí tối ưu và luôn duy trì trong khoảng từ 9-12%. Vì các khoản chi phí chiếm tỷ trọng lớn nên lợi nhuận của công ty chỉ còn là một phần nhỏ, và đây là đặc điểm chung của hầu hết các công ty chế biến thủy sản.

Chi phí



Đơn vị: tỷ đồng

Nguồn: Mekongfish co. TVSI tổng hợp

Nếu doanh thu đảm bảo tăng trưởng khá ổn định thì lợi nhuận lại có những biến động đáng kể. Năm 2008 trong khi doanh thu tăng thêm 14.8% thì lợi nhuận lại giảm đi 18.6 tỷ tương đương 88.6%, thực tế không có điều gì thay đổi đối với hoạt động sản xuất kinh doanh của AAM mà nguyên nhân được chỉ ra là suy thoái kinh tế và sự tụt dốc của thị trường chứng khoán. Công ty nắm giữ một lượng lớn cả cổ phiếu đang niêm yết và chưa niêm yết trị giá khoảng 77.3 tỷ đồng vì vậy trước sự đi xuống của thị trường chứng khoán năm 2008, công ty đã trích lập dự phòng 46.8 tỷ đồng. Theo như tình hình hiện nay của thị trường chứng khoán thì khoản **hoàn nhập dự phòng tài chính và hoạt động thoái vốn sẽ làm tăng mạnh lợi nhuận** của công ty trong năm 2009, qua tính toán cho thấy công ty đã thoái vốn khoảng 34.6 tỷ đồng vì vậy lợi nhuận sau thuế 6 tháng đầu năm đã tăng 28.8 tỷ so với năm 2008.

Tiềm năng ngành thủy sản hiện nay là rất lớn, kết hợp với những thuận lợi mà công ty đang có được như vị trí địa lý thuận lợi sát đường quốc lộ và gần vùng nguyên liệu; được miễn giảm 50% thuế TNDN cho đến hết năm 2010; thị trường xuất khẩu ổn định với hơn 40 nước bạn hàng ... AAM có thể kỳ vọng vào một tương lai tươi sáng đối với việc tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận.

Chỉ tiêu tài chính

Chỉ tiêu	2007	2008	6T-2009
Tổng tài sản	311,103,016	300,654,875	327,377,192
LN thuần HĐSXKD ('000VNĐ)	346,979,030	398,517,107	212,511,683
LNST ('000 VNĐ)	20,963,011	2,406,263	31,162,211
EPS (VNĐ)	5.469	0.297	3.847
P/E (giá ngày 23/09/2009)			
BVPS	35,573	34,291	36,150
P/B (giá ngày 23/09/2009)			
ROE (%)	6.74	0.80	9.52
ROA (%)	7.19	0.86	10.55

HOẠT ĐỘNG DOANH NGHIỆP

Chỉ tiêu tài chính				
Q2-2009	AAM	ABT	BLF	TS4
Tổng tài sản (tỷ)	327.4	414.4	309.4	299.4
Vốn CSH (tỷ)	295.3	360.5	72.6	159.7
SLCP lưu hành (triệu)	8.1	8.47	5	7.23
ROE (%)	7.82	4.26	-0.85	4.52
ROA (%)	7.05	3.71	-0.2	2.41
EPS (6T) '000VND	2.85	2.11	-0.12	0.85
P/E (22/09/2009) lần	13.3	33.9	-	38.8
GT sổ sách ('000 VND)	36.15	50.20	14.46	18.88
P/B (22/09/2009) lần	1.05	1.42	1.03	1.76
Tổng nợ/Tổng TS (%)	10	13	76.5	46.65
Khả năng TT hiện hành	8.1	4.06	0.73	1.55
Khả năng TT nhanh	7.3	2.55	0.35	1.28
Vòng quay hàng TK	3.95	1.2	0.84	2.93
Vòng quay TTS	0.37	0.3	0.28	0.22
Vòng quay vốn lưu động	0.48	1.31	-0.73	0.49

Cơ cấu vốn

AAM tỏ ra khá thận trọng trong khi sử dụng rất ít nợ và nợ dài hạn, so với một số doanh nghiệp cùng quy mô thì AAM có đòn bẩy tài chính thấp nhất. Công ty CP thủy sản Bạc Liêu (BLF) có tổng tài sản tương đương với AAM song hệ số nợ của công ty lên tới 76.5%, trong khi AAM ở mức 10%. Việc sử dụng đòn bẩy tài chính mang lại nhiều lợi ích về thuế và tăng khả năng sinh lời của vốn chủ, song rủi ro mà nợ mang lại là rất lớn đặc biệt với các doanh nghiệp sản xuất kinh doanh chịu ảnh hưởng của tính mùa vụ và thời tiết, hay bị phụ thuộc vào khách hàng như chế biến thủy sản xuất khẩu. Vì vậy dùng nợ với những doanh nghiệp này phải hết sức thận trọng, tuy nhiên dùng nhiều vốn chủ như AAM lại bỏ qua lợi ích của nợ nhưng trong dài hạn AAM có nhiều tiềm năng để mở rộng sản xuất kinh doanh bằng cách tăng đòn bẩy tài chính.

Khả năng thanh toán

Thận trọng trong dùng nợ nên khả năng thanh toán của AAM luôn duy trì ở mức cao và vượt bậc so với các doanh nghiệp khác cũng lĩnh vực hoạt động. CTCP thủy sản Bến Tre (ABT) có hệ số nợ cũng ở mức thấp tương đương, song khả năng thanh toán lại thấp hơn nhiều so với AAM. Điều đó cho thấy, AAM đang theo đuổi một chính sách thận trọng trong đầu tư sản xuất kinh doanh - phần lớn tài sản là ngắn hạn. Đây là một đặc điểm chung của các doanh nghiệp sản xuất hàng tiêu dùng song ở mức 76-87% của AAM là một tỷ lệ rất cao so với các doanh nghiệp khác. Hệ lụy của chiến lược thận trọng này sẽ thể hiện ở nhóm chỉ tiêu năng lực hoạt động.

Vòng quay hàng tồn kho

Với hệ thống bán hàng rộng và ổn định cùng nguồn nguyên liệu được đảm bảo liên tục giúp cho hoạt động sản xuất kinh doanh của AAM diễn ra hết sức thuận lợi, vòng quay tổng tài sản và vòng quay tồn kho đều ở mức cao so với các doanh nghiệp còn lại. Nếu so với BLF thì AAM có năng lực hoạt động tốt hơn hẳn. Tuy nhiên như đã nói ở trên về sự thận trọng của AAM, với phần lớn là tài sản ngắn hạn đã làm cho hiệu quả hoạt động của loại tài sản này thấp hẳn so với ABT. Với sự điều chỉnh giảm bớt tỷ trọng tài sản ngắn hạn tăng đầu tư cho máy móc thiết bị, nhà xưởng và công nghệ hay các khu nuôi trồng, AAM có thể đạt được hiệu quả cao hơn trong hoạt động sản xuất kinh doanh, tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận.

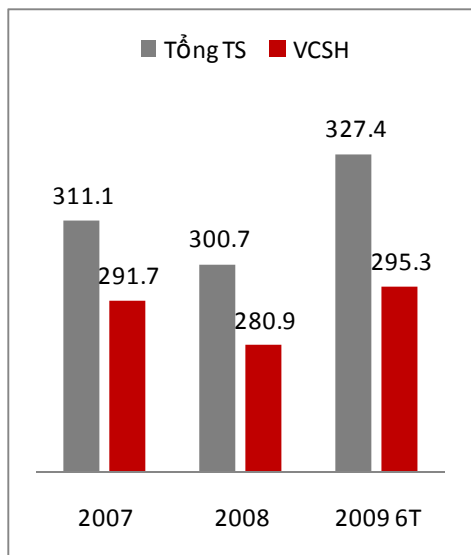
Khả năng sinh lời

Năng lực tốt và các chính sách đầu tư hoạt động hợp lý giúp khả năng sinh lời của AAM luôn ở mức cao. Sử dụng rất ít nợ song khả năng sinh lời trên vốn chủ của AAM vẫn ở mức cao nổi bật so với các doanh nghiệp khác, tương tự như vậy với khả năng sinh lời trên tổng tài sản. Với năng lực hiện tại và khả năng mở rộng quy mô trong tương lai, AAM cho ta kỳ vọng lớn với mức tăng trưởng cũng như khả năng sinh lời trong tương lai.

P/E, P/B

Tính theo mức giá tham chiếu của phiên giao dịch đầu tiên, thì P/E và P/B của AAM đều ở mức rất thấp so với các doanh nghiệp đang giao dịch. Như vậy, nhà đầu tư có thể coi AAM là cơ hội tốt để mua rẻ để hưởng lợi trong ngắn hạn và khả năng sinh lời trong dài hạn.

Tăng trưởng TTS - NVCSH



Nguồn: Mekongfish co. TVSI tổng hợp

Kế hoạch của AAM

Đơn vị: triệu đồng			
	2009	2010	2011
Doanh thu thuần	405,000	450,000	500,000
Lợi nhuận trước thuế	27,000	30,000	42,000
Lợi nhuận sau thuế	24,975	27,750	31,500
Lợi nhuận trước thuế/ Doanh thu (%)	6.17	6.17	6.3
Lợi nhuận sau thuế/Doanh thu (%)	8.63	9.18	9.92
Cổ tức (%)	18	20	22

Triển vọng phát triển

Ngành thủy sản hiện đang được đánh giá là ngành có tiềm năng rất lớn và ổn định trong tương lai, xác định bởi diện tích vùng biển rộng và trù phú, nguồn nhân công dồi dào với chi phí thấp hiện đang được chú trọng đào tạo nâng cao tay nghề, thêm vào đó việc ra nhập WTO mang lại cho ngành sự đối xử công bằng và nhiều ưu đãi hơn về thuế cũng như khả năng mở rộng thị trường xuất khẩu. Công nghệ nuôi trồng và chế biến có ảnh hưởng lớn đến chất lượng sản phẩm và đã gây nhiều khó khăn cho xuất khẩu thủy sản Việt Nam trong thời gian qua, nay qua hội nhập và trao đổi công nghệ những điểm yếu này đã được khắc phục đáng kể, dần xây dựng thương hiệu và tăng sức cạnh tranh của thủy sản xuất khẩu Việt Nam trên thị trường quốc tế.

Hiện nay ngành thủy sản Việt Nam ngày càng cạnh tranh khi rào cản ra nhập ngành là không đáng kể, AAM cũng như các doanh nghiệp cũ đang chuẩn bị cho mình chiến lược để đảm bảo thị phần và thúc đẩy tăng trưởng trong thời gian tới. Động thái đầu tiên là việc liên kết với Công ty thủy sản Việt Nam và Công ty thủy sản Hùng Vương, 3 đơn vị hiện nay đã chiếm 40% thị phần thủy sản của Việt Nam, liên doanh liên kết để tăng sức cạnh tranh là một hướng đi đúng đắn và hiệu quả trong giai đoạn phát triển hiện nay của ngành thủy sản. Thêm vào đó, với những nhân tố thuận lợi như nằm ở vị trí thuận lợi: gần vùng nguyên liệu, sát đường cao tốc phục vụ vận chuyển thành phẩm và có đường sông gần nhà máy; được miễn giảm thuế TNDN 50% cho đến hết năm 2010; xây dựng thành công mạng lưới khách hàng với hơn 40 nước trên thế giới đảm bảo thị trường tiêu thụ; công nghệ hiện đại đạt các chỉ tiêu chất quốc tế ... Với chiến lược xây dựng và phát triển vùng nguyên liệu tự có đảm bảo nguồn cung, nâng cao chất lượng sản phẩm tăng sức cạnh tranh, AAM có nhiều tiềm năng sinh lời cả trong ngắn hạn và dài hạn.

Dựa trên những thông tin thu thập được trong quá trình phân tích và những giả định, chúng tôi tiến hành định giá AAM theo 3 phương pháp chiết khấu cổ tức (DDM), P/E và P/B thu được kết quả giá của cổ phiếu AAM như sau:

Định giá theo P/E: 55,440 VNĐ

Định giá theo P/B: 72,662 VNĐ

Định giá theo DDM: 59,687 VNĐ

Giá bình quân: 58,306 VNĐ

Kết luận và nhận định đầu tư

Qua phân tích dựa trên những thông tin và số liệu thu thập được, chúng tôi cho rằng AAM có khả năng sinh lời ở thời điểm hiện tại là rất tốt. Công ty duy trì cho mình chiến lược đầu tư phát triển an toàn, sử dụng ít nợ và nhiều tài sản ngắn hạn đảm bảo khả năng thanh toán luôn ở mức không có. Mặc dù hiện tại công ty đang hoạt động rất hiệu quả và quy trình khả năng sinh lời ở mức cao so với một số doanh nghiệp được chọn ra để so sánh, song theo nhận định của chúng tôi nếu công ty điều chỉnh theo hướng giảm tỷ trọng tài sản ngắn hạn, tăng đầu tư trang thiết bị kỹ thuật và công nghệ thì hiệu quả sản xuất kinh doanh của công ty sẽ còn được nâng cao hơn nữa. Về dài hạn, AAM có nhiều khả năng để mở rộng quy mô doanh nghiệp cũng như mở rộng thị trường tiêu thụ, nói cách khác là tiềm năng phát triển là rất lớn.

Bảng 3 phương pháp định giá P/E, P/B và DDM chúng tôi cho rằng giá của AAM giao động trong khoảng từ 55,500 - 73,000 VNĐ. AAM sẽ là cơ hội tốt để nhà đầu tư mua rẻ hưởng lợi trong ngắn hạn và kỳ vọng sinh lời cao trong dài hạn.

Khuyến cáo sử dụng

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Tân Việt (TVSI) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của TVSI.

Báo cáo chỉ nhằm cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

TVSI có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng TVSI có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

PHÒNG PHÂN TÍCH ĐẦU TƯ

Phó phòng Phân tích Đầu tư

TS Phạm Thị Vân Hà

haptv@tvsj.com.vn

Chuyên viên phân tích

Lưu Thị Hương

huonglt@tvsj.com.vn

Trương Trần Dũng

Võ Lan Phương

Vũ Thị Oanh

Lê Thùy Ngọc Khanh

Phan Hoàng Diệu

Đào Thị Thu Huyền