

**GIỮ [+7%]**

Ngày cập nhật: 25/06/2020

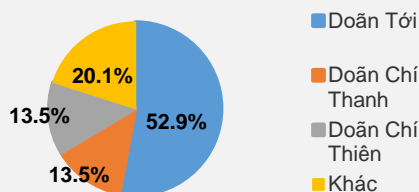
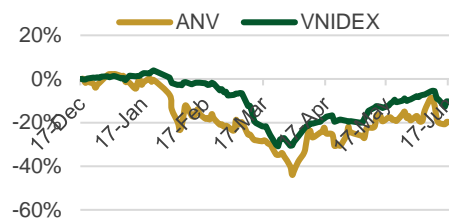
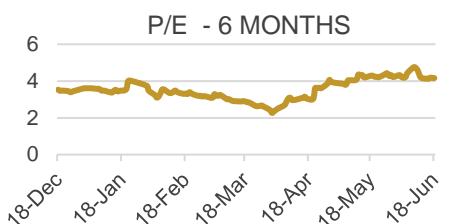
Giá mục tiêu 19,728 VNĐ

Giá hiện tại (22.06) 18,450 VNĐ

**PHS**

(+82-28) 5 413 5479– [support@phs.vn](mailto:support@phs.vn)
**Thông tin cổ phiếu**

CP đang lưu hành (triệu)	127.5
Free-float (triệu)	25.4
Vốn hóa (tỷ đồng)	2,289
KLGD TB 3 tháng	350,846
Sở hữu nước ngoài	1.29%
Ngày niêm yết đầu tiên	7/12/2007

**Cổ đông lớn**

**Biến động giá cổ phiếu so với Index**

**Lịch sử định giá**

**ANV tạo lợi thế cạnh tranh bền vững và hạn chế tác động của dịch Covid-19 bằng chuỗi giá trị tích hợp khép kín cùng chiến lược đa dạng hóa thị trường xuất khẩu**
**Cập nhật KQKD Q1/2020:**

Trong Q1/2020, ANV có doanh thu thuần đạt 811.1 tỷ đồng (-10.9% YoY) do ảnh hưởng của dịch Covid-19 đến các thị trường xuất khẩu. Biên lãi gộp giảm từ 30.5% tại Q1/2019 còn 15.0% tại Q1/2020. Công tác cắt giảm chi phí chưa được thực hiện kịp thời khi chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp tăng lần lượt là 31.5% YoY và 7.0% YoY, kéo theo lợi nhuận ròng của ANV giảm mạnh 78.4% YoY, đạt 43.3 tỷ đồng.

**Điểm nhấn đầu tư:**

**Vùng nuôi Bình Phú gia tăng tính hiệu quả của chuỗi giá trị khép kín, nâng cao khả năng tự chủ nguồn nguyên liệu và kiểm soát chi phí:** Chuỗi giá trị khép kín từ công tác lai tạo giống, sản xuất thức ăn, nuôi cá tra thương phẩm cho đến khâu chế biến, bao gói và tiêu thụ thành phẩm giúp ANV cải thiện chất lượng cá tra nguyên liệu, tự chủ 100% nguồn nguyên liệu, kiểm soát chi phí và ổn định biên lợi nhuận. Vùng nuôi Bình Phú sử dụng công nghệ hiện đại góp phần nâng cao năng lực sản xuất con giống và nuôi cá tra thương phẩm, tăng cường tính hiệu quả của chuỗi giá trị khép kín.

**Hưởng lợi từ hiệp định EVFTA:** ANV được kỳ vọng hưởng lợi từ hiệp định EVFTA khi thuế xuất khẩu cá tra sang EU giảm từ 9% còn 0% sau 3 năm. 4 tháng đầu năm 2020, tỷ trọng xuất khẩu của ANV vào EU là 19.1%. Kỳ vọng EVFTA sẽ là động lực tăng trưởng dài hạn cho xuất khẩu cá tra sang EU.

**Động lực tăng trưởng từ thị trường ASEAN và thị trường Trung Quốc:** Tại ASEAN, Thái Lan là thị trường tiềm năng do sự hỗ trợ từ ATIGA. Hơn nữa, đối tác chiến lược Shanghai Feinglei International Trading giúp ANV đưa sản phẩm cá tra cao cấp vào tiêu thụ tại thị trường Trung Quốc theo hợp đồng đại lý kéo dài 10 năm tính từ năm 2018, góp phần ổn định đầu ra cho ANV.

**Định giá & khuyến nghị:**

Ngành xuất khẩu cá tra chịu tác động nặng nề từ diễn biến phức tạp của dịch Covid-19. Khi nền kinh tế tại các thị trường xuất khẩu kém lạc quan, làm giảm nhu cầu tiêu thụ cá tra, chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần của ANV trong năm 2020 đạt 2,995 tỷ đồng (-33.2% YoY), trong đó doanh thu xuất khẩu đạt 2,315 tỷ đồng (-34.0% YoY) và LNST ước tính đạt 315 tỷ đồng (-55.2% YoY) với biên lãi gộp ở mức 17.9%.

Bằng phương pháp định giá DCF và EV/EBITDA, mức giá hợp lý cho cổ phiếu ANV khoảng **19,728 đồng/cổ phiếu** (+7% so với giá hiện tại). Từ đó đưa ra khuyến nghị **GIỮ** cổ phiếu này.

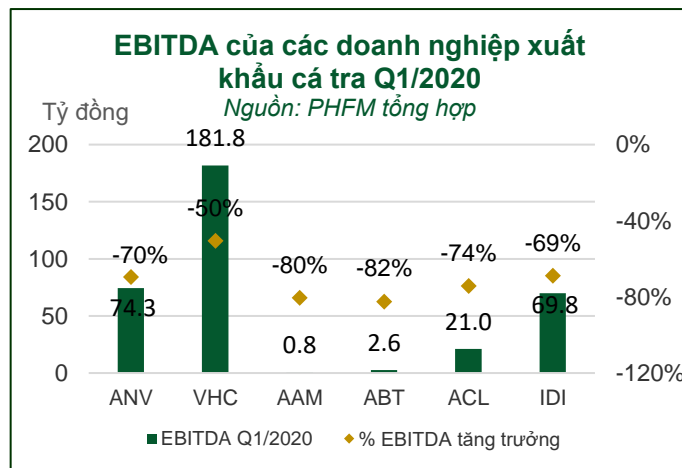
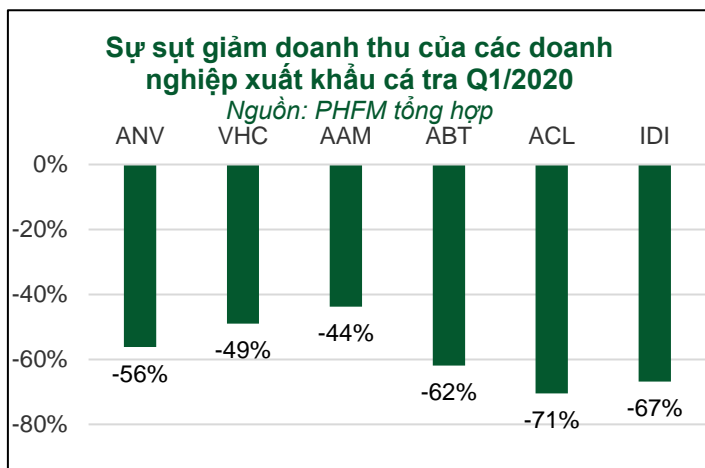
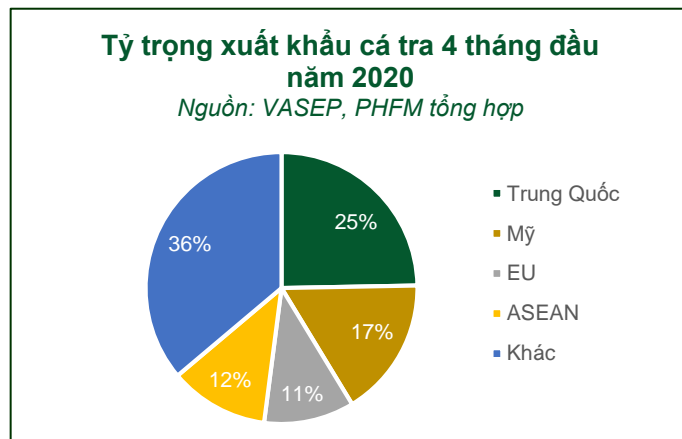
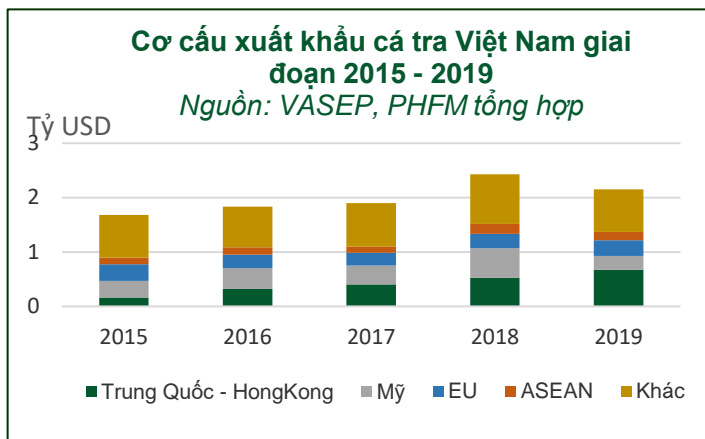
**Rủi ro: (1)** Rủi ro về tập trung thị trường xuất khẩu; **(2)** Rủi ro từ dịch Covid-19; **(3)** Rủi ro tỷ giá hối đoái.

Nguồn: Fiinpro

Chỉ số tài chính	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	2,494	2,825	2,949	4,118	4,481	2,995
LNST (tỷ VND)	2	13	144	604	704	315
EPS (VND)	23	273	1,142	4,811	5,541	2,474
Tăng trưởng EPS (%)	(97%)	1,087%	318%	321%	15%	(55%)
Giá trị sổ sách (VND/cp)	19,557	18,380	11,182	14,818	18,779	21,175
P/E	404.3	20.3	9.7	5.9	4.1	8.0
P/B	0.5	0.3	9.7	1.9	1.2	0.9
Cổ tức tiền mặt (%)	0%	9%	12%	15%	20%	10%

## Cơ hội phục hồi ngành cá tra Việt Nam hậu Covid-19

### 1. Tình hình xuất khẩu cá tra 4 tháng đầu năm 2020



Thị trường chính xuất khẩu cá tra của Việt Nam gồm Trung Quốc, Mỹ, EU và ASEAN. Trong đó, thị trường Trung Quốc là thị trường xuất khẩu lớn nhất, chiếm 33% tổng xuất khẩu cá tra năm 2019. Theo số liệu của VASEP, xuất khẩu cá tra 4 tháng đầu năm 2020 đạt 450 tỷ USD, giảm 26.9% so với cùng kỳ năm 2019, do nhu cầu từ thị trường xuất khẩu giảm mạnh, đặc biệt là sự suy giảm từ thị trường xuất khẩu lớn nhất là Trung Quốc, chiếm 25% cơ cấu xuất khẩu 4 tháng đầu năm 2020.

Giá trị xuất khẩu cá tra sang thị trường Trung Quốc tính đến hết tháng 4/2020 đạt 111.1 triệu USD, giảm 20.2% so với cùng kỳ. Trước tác động của dịch Covid-19 lên xuất khẩu cá tra, Trung Quốc vẫn là thị trường xuất khẩu cá tra lớn nhất Việt Nam, chiếm 24.7% tổng giá trị xuất khẩu. Tuy là thị trường xuất khẩu chiếm tỷ trọng lớn nhất nhưng là thị trường có nhiều rủi ro, không ổn định do nguy cơ phá giá cá tra đến từ việc 20% kim ngạch thủy sản xuất khẩu sang Trung Quốc qua đường tiểu ngạch. Mặc dù các khách hàng Trung Quốc đã bắt đầu nhập khẩu trở lại trong tháng 3 và tháng 4 nhưng là vì để phòng trường hợp Việt Nam cách ly xã hội không thể tiếp tục sản xuất. Hơn nữa, sản phẩm cá tra Việt Nam tiêu thụ tại thị trường Trung Quốc thông qua các kênh như khách sạn, chuỗi ẩm thực, hệ thống nhà hàng lẩu. Do Trung Quốc mới mở cửa hoạt động lại hậu Covid-19, nên người dân vẫn còn e ngại việc ăn ngoài và nhiều nhà hàng vẫn chưa hoạt động. Do đó, tiêu thụ các sản phẩm cá tra chủ yếu qua hệ thống trực tuyến hoặc siêu thị.

Các thị trường khác cũng chứng kiến sự sụt giảm đơn hàng trước ảnh hưởng nặng nề của dịch Covid-19 lên thương mại, cụ thể Mỹ (giảm 20.7%); EU (giảm 36%); ASEAN (giảm 24.4%).

Các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra cũng chứng kiến sự sụt giảm mạnh doanh thu Quý 1 năm 2020 do dịch Covid-19. Cụ thể, CTCP Xuất nhập khẩu Thủy sản Cửu Long An Giang (mã ACL) giảm nhiều nhất (-71% YoY), trong khi CTCP Thủy sản Mekong (mã AAM) giảm ít nhất (-44% YoY). Tuy nhiên, AAM lại có EBITDA Quý 1 năm 2020 giảm sâu nhất (-80% YoY), trong khi CTCP Vĩnh Hoàn (mã VHC) có EBITDA ít bị ảnh hưởng hơn các doanh nghiệp trong ngành (-50% YoY).

## 2. Triển vọng ngành cá tra

### Mở rộng thị trường nội địa, nhắm đến những thị trường xuất khẩu tiềm năng khác.

Do Trung Quốc đã kiểm soát được dịch, hoạt động giao thương bắt đầu hồi phục. Hơn nữa, hàng tồn kho ở số quốc gia nhập khẩu chính hiện ở mức thấp, ngành cá tra Việt Nam được kỳ vọng sẽ phục hồi vào Quý III năm 2020. Tại Hội nghị bàn giải pháp sản xuất, tiêu thụ và xuất khẩu cá tra trong bối cảnh hiện nay vào tháng 5 năm 2020, Bộ Nông Nghiệp và Phát triển nông đã vạch ra hướng đi cho ngành cá tra trong thời gian tới. Theo đó, trong tháng 5 và tháng 6 năm 2020, các doanh nghiệp tập trung vào xuất khẩu sản phẩm cá tra sang thị trường Trung Quốc, vì thị trường này đang trong đà phục hồi. Thị trường nội địa được cho là thị trường trưởng đầy tiềm năng khi xuất khẩu cá tra đang gặp khó khăn, cụ thể, chỉ cần nội địa tiêu thụ được 10% - 20% sản lượng cá tra thì sẽ giảm áp lực cho xuất khẩu. Xuất khẩu sang thị trường EU sẽ tiếp tục gặp khó khăn khi nền kinh tế EU được dự đoán sẽ giảm 7.75% trong năm 2020, tác động lên tất cả các ngành.

ASEAN được xem là một trong những thị trường xuất khẩu tiềm năng của cá tra Việt Nam, khi Hiệp định Thương mại hàng hóa ASEAN (ATIGA) bắt đầu phát huy tác dụng. Hơn nữa, hiện thị trường ASEAN và Nam Mỹ đã được Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam (VASEP) đưa vào nhóm các thị trường mới nổi cần ưu tiên gia tăng các đơn hàng xuất khẩu.

### Đáp ứng được yêu cầu khắt khe của thị trường Mỹ.

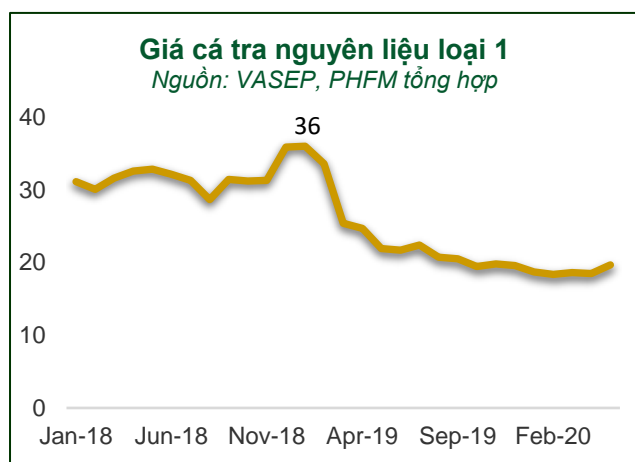
Ngày 12/11/2019, Cơ quan thanh tra an toàn thực phẩm (FSIS) thuộc USDA đã có thông báo công nhận hệ thống kiểm soát an toàn thực phẩm chuỗi sản xuất, chế biến, xuất khẩu cá da trơn của Việt Nam tương đương với Mỹ. Mới đây, Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn vừa điều chỉnh Chương trình Kiểm soát an toàn thực phẩm (ATTP) đối với cá da trơn (chủ yếu là cá tra) xuất khẩu sang thị trường Hoa Kỳ nhằm chuẩn bị cho đợt thanh tra lần hai của FSIS. Việc đáp ứng được yêu cầu khắt khe trên toàn chuỗi cung ứng từ một trong những thị trường xuất khẩu lớn nhất hứa hẹn sẽ tạo động lực tăng trưởng cho toàn ngành, nâng cao khả năng cạnh tranh của cá tra Việt Nam.

### Động lực tăng trưởng dài hạn từ Hiệp định Thương mại Tự do giữa Việt Nam và Liên minh châu Âu (EVFTA)

Theo thông báo chung của Việt Nam và EU, EVFTA dự kiến sẽ có hiệu lực từ ngày 1/8/2020. Theo đó, thuế áp cho các sản phẩm chủ lực như cá tra phile tươi sẽ giảm từ 9% xuống 0% trong 3 năm; cá tra phile đông lạnh sẽ giảm từ 5.5% xuống 0% sau 3 năm EVFTA có hiệu lực, và sản phẩm cá tra đông lạnh sẽ được xóa bỏ thuế trong vòng 3 năm từ mức 8% như hiện nay. Theo VASEP, EU là thị trường lớn nhất thế giới đối với các sản phẩm thủy sản và nuôi trồng thủy sản, với các thành viên của EU chi tiêu gấp đôi số tiền cho thủy sản so với mức bình quân đầu người của người tiêu dùng Mỹ. EVFTA dự kiến sẽ đem đến nhiều cơ hội cho cá tra Việt Nam vào EU do mức thuế hàng năm không lớn và người châu Âu ngày một ưa thích các sản phẩm thủy sản.

## 3. Rủi ro ngành

**Rủi ro biến động doanh thu do áp lực từ thuế chống bán phá giá.** Các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra sang thị trường Mỹ đều chịu áp lực từ các đợt rà soát thuế chống bán phá giá từ năm 2003 cho đến nay. Sau đợt rà soát thuế chống bán phá giá lần thứ 15 (POR15), Bộ Công Thương Mỹ (DOC) công bố mức thuế áp dụng cho các doanh nghiệp tham gia trả lời câu hỏi của DOC là 0.15 USD/kg, giảm 89% so với mức 1.37 USD/kg được công bố của đợt POR14. Để hỗ trợ các doanh nghiệp, Bộ Công Thương đã trình Chính phủ ban hành đề án xây dựng và vận hành hệ thống cảnh báo sớm về phòng vệ thương mại, tuy nhiên, rủi ro từ thuế chống bán phá giá cá tra sẽ ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của các doanh nghiệp xuất khẩu sang Mỹ.



**Rủi ro nguồn nguyên liệu.** Ngành cá tra đã trải qua nhiều thời kỳ thiếu hụt nguồn nguyên liệu. Giá cá tra cao nhất vào tháng 11/2018 là 36,000 đồng, tăng 50% so với thời kỳ ổn định 26,000-27,000 đồng. Giá thành cá tra thương phẩm cũng bất ổn theo giá nguyên liệu.

**Rủi ro từ dịch Covid-19.** Ngành cá tra được kỳ vọng sẽ phục hồi từ Quý III năm 2020. Tuy nhiên, sự phục hồi của các thị trường xuất khẩu là không chắc chắn khi hầu hết các nền kinh tế đều bị ảnh hưởng do dịch Covid-19.

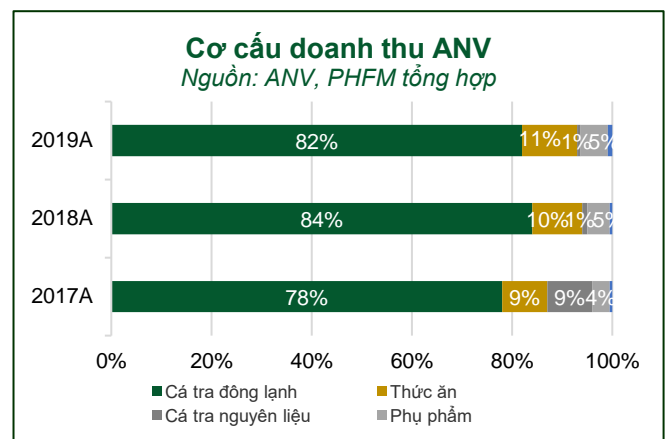
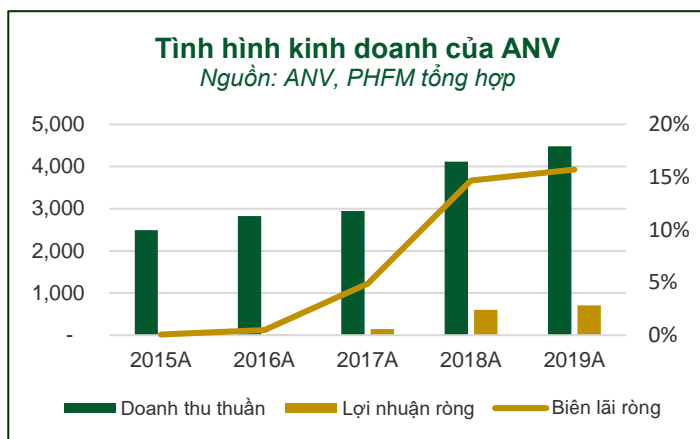
**Rủi ro dịch bệnh và thời tiết.** Hoạt động nuôi trồng cá tra phụ thuộc rất nhiều vào tình hình thời tiết và dịch bệnh. Tình hình biến đổi khí hậu và tình trạng môi trường ngày càng suy thoái sẽ làm ảnh hưởng đến chất lượng cá giống và cá tra thương phẩm.

**Rủi ro từ việc đáp ứng yêu cầu khắt khe từ các thị trường xuất khẩu.** Theo đạo luật Farm Bill do Bộ Nông nghiệp Mỹ (USDA) ban hành, các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra sang Mỹ phải đáp ứng các 3 tiêu chí: có hệ thống pháp luật kiểm soát chất lượng, an toàn thực phẩm, có cơ quan thẩm quyền thực thi pháp luật, toàn bộ chuỗi sản xuất từ con giống, ao nuôi, vận chuyển, sơ chế, chế biến, xuất khẩu phải bảo đảm điều kiện vệ sinh. Những yêu cầu này đặt ra thách thức về chi phí đối với các doanh nghiệp xuất khẩu sang Mỹ. Hơn nữa, để hưởng lợi từ EVFTA, các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra sang EU phải đáp ứng các yêu cầu về quy tắc xuất xứ. Bên cạnh đó, với kế hoạch “nội địa hóa” cá tra đang được chính phủ Trung Quốc khuyến khích, Trung Quốc chủ trương siết chặt các quy định về nhập khẩu thủy sản. Điều này cũng đặt ra nhiều thách thức cho xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc.

**Rủi ro cạnh tranh từ thị trường xuất khẩu.** Cá tra Việt Nam xuất khẩu sang EU chịu cạnh tranh từ các loại cá thịt trắng khác như cá Cod và cá Alaska Pollack. Các sản phẩm này có tiềm năng trở thành sản phẩm thay thế cho cá tra khi phile cá Cod đông lạnh chiếm từ 22 - 31% tổng nhập khẩu cá thịt trắng của EU, và phile cá Alaska pollack chiếm từ 12-20%, trong khi cá tra Việt Nam chỉ chiếm từ 6-10% tổng nhập khẩu cá thịt trắng, theo số liệu năm 2018 của Trung tâm Thương mại Quốc tế (ITC).

**Rủi ro tỷ giá.** Các doanh nghiệp xuất khẩu đều chịu sự ảnh hưởng của biến động tỷ giá lên doanh thu.

## Tình hình kinh doanh 2019 của ANV



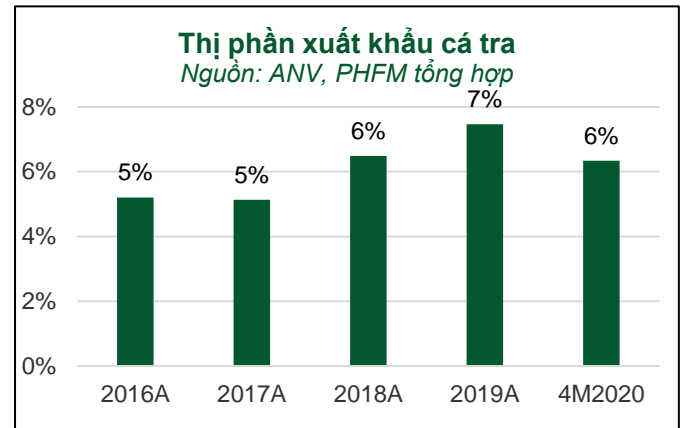
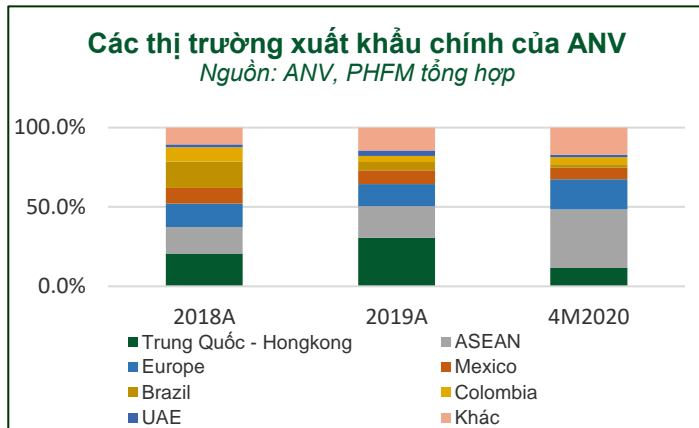
Năm 2019, doanh thu thuần của ANV đạt 4,481 tỷ đồng (+8.81% YoY), đạt 89.6% kế hoạch; LNST đạt 704 tỷ đồng (+16.5% YoY), vượt 0.6% so với kế hoạch. Trong đó, cá tra đông lạnh là sản phẩm chủ lực của ANV với các hình thức chế biến khác nhau như cá tra phi-lê, phi-lê cắt miếng, cắt khoanh hay cá tra xẻ bươm, để nguyên con, v.v tùy theo yêu cầu của từng khách hàng tại mỗi thị trường xuất khẩu, chiếm tỷ trọng lớn nhất (82%) trong cơ cấu doanh thu, đạt 3.674 tỷ đồng, tăng 6.2% so với cùng kỳ.

Thức ăn chăn nuôi chiếm 11% cơ cấu doanh thu, đạt 493 tỷ đồng, tăng 19.7% so với cùng kỳ. Bên cạnh đó, ANV cũng thương mại hóa cá tra nguyên liệu, các sản phẩm, phụ phẩm như dầu cá, mỡ cá v.v.

Doanh thu xuất khẩu đạt 3,509 tỷ đồng, tăng 6.2% YoY. Trong đó, Trung Quốc, ASEAN, EU là ba thị trường xuất khẩu chủ yếu của ANV, lần lượt chiếm 30.5%, 20% và 13.9% trong cơ cấu xuất khẩu năm 2019. Cụ thể, doanh thu xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc đạt 46.5 triệu USD (+107% YoY), trong khi doanh thu xuất khẩu sang ASEAN đạt 29.9 triệu USD (+27% YoY), và doanh thu xuất khẩu sang EU đạt 20.8 triệu USD (+0.3% YoY).

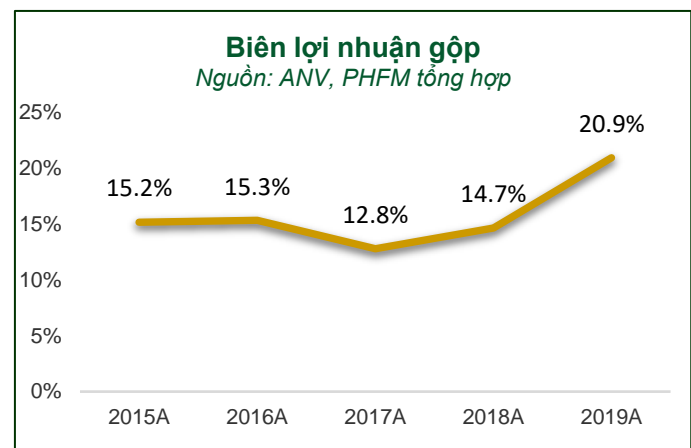
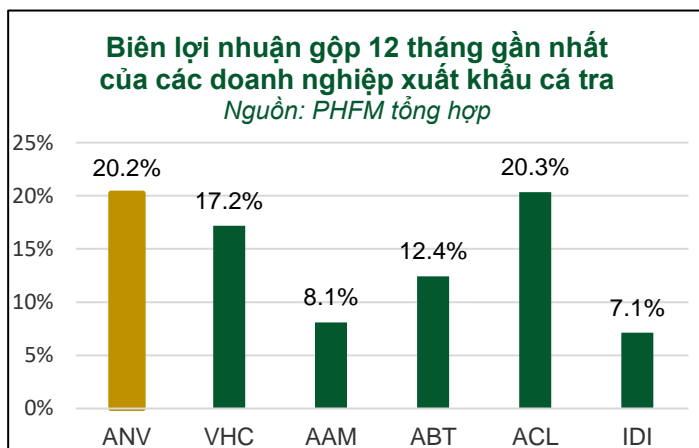
Biên lãi gộp trong năm 2019 tăng nhẹ, đạt 23.3% do việc tự chủ nguồn nguyên liệu giúp ANV chủ động được chi phí đầu vào. Lợi nhuận ròng của ANV tăng 15.7% trong năm 2019, đạt 704 tỷ đồng.

Trong Q1/2019, công ty ghi nhận doanh thu đạt 811 tỷ (-10.9% YoY) và LNST đạt 43 tỷ (-78.4% YoY) do ảnh hưởng của dịch Covid-19 lên hoạt động sản xuất kinh doanh.



## Động lực tăng trưởng dài hạn

- Vùng nuôi Bình Phú gia tăng tính hiệu quả của chuỗi giá trị khép kín nâng cao khả năng tự chủ nguồn nguyên liệu và kiểm soát chi phí



Chuỗi giá trị của ANV bao gồm từ khâu sản xuất cá giống, sản xuất thức ăn, nuôi trồng, chế biến phi lê cá và chế biến phụ phẩm, đây là lợi thế nổi bật của ANV so với các doanh nghiệp phải mua nguồn nguyên liệu bên ngoài. So với các doanh nghiệp cùng ngành, thì ANV là một trong những doanh nghiệp có biên lợi nhuận gộp 12 tháng gần nhất cao nhất đạt mức 20.2%, cao hơn mức trung bình ngành là 14.8%.

Vùng nuôi Bình Phú là một dự án khổng lồ được ứng dụng công nghệ 4.0, công nghệ nuôi cá hiện đại nhất hiện nay. Vùng nuôi được khởi công xây dựng năm 2018 với diện tích 600 ha, gồm 450 ha nuôi cá thương phẩm ứng dụng công nghệ Nhật với công suất hàng năm ra 200,000 tấn cá và 150 ha nuôi cá giống sản xuất ra 600 triệu con cá giống hàng năm theo kỹ thuật của Israel. Mô hình kinh doanh này có thể cung cấp sản lượng lớn cá tra nhanh và hiệu quả nhất ở giá thành cạnh tranh nhờ vào việc tận dụng các ngành phụ trợ khác như: năng lượng mặt trời, bột cá, collagen từ da cá. Đến thời điểm tháng 4 năm 2020, ANV đã thả nuôi 50 ao cá giống và 156 ao cá thương phẩm tại vùng nuôi Bình Phú. Dự kiến tổng sản lượng thu hoạch năm 2020 sẽ đạt 105,000 tấn. Theo tính toán của Công ty, công nghệ cao tự động hóa sẽ áp dụng trong quản lý vận hành tại các khâu bơm nước, cho ăn, thu hoạch, vận chuyển, v.v sẽ giúp giảm chi phí quản lý 6-8%.

Vùng nuôi Bình Phú đi vào hoạt động sẽ giúp ANV tự chủ 100% cá giống, hạn chế tác động của giá cá giống, đặc biệt là thời kỳ giá cá giống có xu hướng tăng. Cá tra được thả nuôi “cuốn chiếu” liên tục đảm bảo đủ sản lượng cho chế biến và kích cỡ phù hợp với thị hiếu từng thị trường giúp ANV kiểm soát được hàng tồn kho nhờ kế hoạch đơn hàng. Hơn nữa, theo Công ty, chi phí nuôi cá của Bình Phú thấp hơn 16-17% so với các vùng nuôi hiện hữu. Dự án được triển khai trên địa bàn 3 ấp Bình Đức, Bình Quới, Bình Thới, xã Bình Phú, huyện Châu Phú, tỉnh An Giang. Nhờ chất đất sét tại khu vực này giúp dễ vệ sinh ao cá, địa thế thượng nguồn sông Hậu khó bị xâm nhập mặn, công nghệ sục khí nano, chất xúc tác bakture giúp bảo vệ môi trường nhờ không xả thải nước ao và ít sử dụng kháng sinh trong nuôi trồng, chất lượng



con giống được nâng cao, chất lượng con giống tốt sẽ giảm chi phí nuôi trồng. Do đó, vùng nuôi Bình Phú góp phần giúp ANV tiết kiệm chi phí, loại bỏ rủi ro từ biến động giá nguyên liệu đầu vào, từ đó ổn định và giảm biên lợi nhuận gộp.

ANV có 8 dây chuyền sản xuất thức ăn với công suất tối đa 600 tấn thành phẩm/ngày phục vụ cho toàn bộ vùng nuôi và thương mại với tỷ lệ 80:20. Do chi phí thức ăn chiếm khoảng 70-75% giá thành cá nguyên liệu và giá thức ăn chăn nuôi biến động theo giá nguyên liệu nhập khẩu để sản xuất thức ăn, việc tự chủ nguồn thức ăn giúp ANV tiết kiệm đáng kể chi phí nuôi trồng. Hơn nữa, năng lực tự sản xuất thức ăn góp phần giúp ANV kiểm soát và đảm bảo được chất lượng phù hợp cho từng giai đoạn phát triển khác nhau của con giống do hiện nay việc gian lận độ đậm ghi trên thức ăn chăn nuôi là khá phổ biến trên thị trường.

ANV hiện đang sở hữu 250 ha vùng nuôi truyền thống và 450 ha đầu tư mới trang trại công nghệ cao nuôi cá thương phẩm, công suất tối đa khoảng 300,000 tấn/ năm.

## 2. Động lực tăng trưởng từ thị trường ASEAN và thị trường Trung Quốc

ANV bắt đầu xuất khẩu các sản phẩm cá tra cao cấp có giá bán cao hơn hàng đông lạnh thông thường với thương hiệu ANV trên sản phẩm sang thị trường Trung Quốc vào tháng 5 năm 2018 thông qua đối tác chiến lược Shanghai Feinglei International Trading. Hợp đồng đại lý với đối tác chiến lược có thời hạn 10 năm. Shanghai Feinglei phân phối sản phẩm cá tra của ANV đến các nhà bán sỉ, trước khi vào các nhà hàng lẩu và các bếp ăn tập thể tại Thượng Hải. Việc hợp tác với đối tác độc quyền mang lại cho ANV cơ hội thâm nhập vào một thị trường lớn là thị trường Trung Quốc, gia tăng số lượng đơn hàng, đóng góp vào tăng trưởng doanh thu. Doanh thu xuất khẩu sang Trung Quốc năm 2019 đạt 45.5 triệu USD (+107.0% YoY). Hợp tác với đối tác chiến lược đã nâng 57% giá trị xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc của ANV vào năm 2019, đưa cơ cấu xuất khẩu của thị trường này từ 20.6% vào năm 2018 lên 30.5% vào năm 2019. Nhu cầu xuất khẩu vào Trung Quốc trong dài hạn được kỳ vọng tăng tốt là do (1) Thuế VAT cho thủy sản nhập khẩu giảm từ 10% xuống 9% từ 1/4/2019; (2) hình ảnh cá tra Việt Nam dần được cải thiện; (3) thị trường Trung Quốc được kỳ vọng sẽ phục hồi vào Quý III năm 2020.

Tuy thị trường Trung Quốc là thị trường xuất khẩu tiềm năng, nhưng do xuất khẩu sang Trung Quốc chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu xuất khẩu của ANV (30.5% tổng doanh thu xuất khẩu vào năm 2019, và 11.5% trong 4 tháng năm 2020), doanh thu ANV dễ chịu tác động tiêu cực khi nhu cầu từ thị trường Trung Quốc sụt giảm mạnh. Do đó, đa dạng hóa thị trường là một trong những chiến lược mà ANV nhắm đến. Hiện tại công ty đang xuất khẩu sang hơn 70 thị trường. Xuất khẩu sang ASEAN, đặc biệt là thị trường Thái Lan, là một thị trường tiềm năng nhờ nhu cầu ổn định và sự hỗ trợ từ ATIGA khi thuế xuất-nhập khẩu mặt hàng cá tra phi-lê đông lạnh ở mức 0%.

Công ty có kế hoạch xuất khẩu trở lại sang thị trường Mỹ vào năm 2022, sau thời gian tạm dừng từ năm 2014. Hiện tại, công ty đã đệ đơn xin phép Bộ Thương mại Mỹ cho phép xuất khẩu trở lại. Vùng nuôi công nghệ cao Bình Phú được kỳ vọng sẽ giúp công ty đáp ứng được những yêu cầu khắt khe từ thị trường này.

## Kế hoạch trong năm 2020

### 1) Kế hoạch năm 2020

Do từ đầu năm đến nay xuất khẩu cá tra đối mặt với nhiều thách thức khi dịch Covid-19 bùng phát tại các thị trường xuất khẩu và kết quả kinh doanh Quý 1 kém lạc quan, ANV đặt kế hoạch kinh doanh năm 2020 với tổng doanh thu ước đạt 3,000 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế 200 tỷ đồng, kỳ vọng chia cổ tức bằng tiền tỷ lệ 10%. Kế hoạch này thấp hơn rất nhiều so với thực hiện năm 2019.

Trong Q1/2020, ANV có doanh thu thuần đạt 811 tỷ đồng (-10.9% YoY) do sự sụt giảm đơn hàng mạnh mẽ từ các thị trường xuất khẩu. Biên lãi gộp giảm từ 30.5% của Q1/2019 còn 15.0% tại Q1/2020. Công tác cắt giảm chi phí chưa được thực hiện kịp thời khi chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp tăng lần lượt là 31.5% YoY và 7.0% YoY, kéo theo lợi nhuận ròng của ANV giảm mạnh 78.4% YoY, đạt 43.3 tỷ đồng.

### 2) Dự phóng kết quả kinh doanh 2020

Chúng tôi ước tính doanh thu thuần của ANV năm 2020 đạt 2,995 tỷ đồng (-33.2% YoY), hoàn thành 99.8% kế hoạch đặt ra và LNST ước đạt 315 tỷ đồng (-55.2% YoY) dựa trên doanh thu chủ yếu đến từ các thị trường:

**Thị trường Trung Quốc:** Cá tra của xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc chủ yếu được phân phối vào các nhà hàng và bếp ăn. Dịch Covid-19 tại Trung Quốc vừa hạ nhiệt, nhưng người dân còn lo ngại đi ăn ngoài nên lựa chọn các sản phẩm đông lạnh là chính. Theo Bộ Nông Nghiệp, xuất khẩu vào Trung Quốc được kỳ vọng sẽ phục hồi từ tháng 6 năm 2020. Trong 4 tháng đầu năm 2020, xuất khẩu sang Trung Quốc đạt 3.3 triệu USD (-32% YoY). Chúng tôi dự phóng kim ngạch xuất khẩu sang Trung Quốc của ANV trong năm 2020 đạt mức 30 triệu USD (-35% YoY).

**Thị trường ASEAN:** Xuất khẩu cá tra sang ASEAN có nhiều triển vọng tích cực. Trong Q1/2020, trong khi xuất khẩu sang các thị trường khác đều giảm thì xuất khẩu vào ASEAN lại đạt tăng trưởng tốt. Kim ngạch xuất khẩu cá tra sang ASEAN tăng 16.0% so với cùng kỳ. Chúng tôi dự phóng kim ngạch xuất khẩu sang ASEAN của ANV trong năm 2020 đạt mức 35 triệu USD (+15% YoY).

**Thị trường EU:** EVFTA có hiệu lực vào tháng 8 năm 2020, dự kiến sẽ mang lại nhiều cơ hội cho ANV. Tuy nhiên do tình hình kinh tế EU kém lạc quan, xuất khẩu cá tra sang EU dự kiến sẽ chưa hồi phục cho đến hết năm nay. 4 tháng đầu năm 2020, kim ngạch xuất khẩu cá tra sang EU của ANV đạt 5.5 triệu USD (-26% YoY). Chúng tôi dự phóng kim ngạch xuất khẩu sang ASEAN của ANV trong năm 2020 đạt mức 15 triệu USD (-30% YoY).

## Chi tiết định giá và khuyến nghị:

Bằng phương pháp định giá DCF và EV/EBITDA, mức giá hợp lý dành cho cổ phiếu ANV khoảng **19,728 đồng/cổ phiếu trong năm 2020** (+7% so với giá hiện tại). Từ đó đưa ra khuyến nghị **GIỮ** cho cổ phiếu này.

### Phương pháp DCF

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
Lợi nhuận trước lãi vay và thuế (EBIT)	374	423	527	578	600
Lợi nhuận hoạt động ròng sau thuế	317	359	447	490	509
Khấu hao	64	74	83	93	98
WC	78	(80)	(103)	(125)	(84)
CAPEX	(229)	(169)	(189)	(208)	(245)
FCFF	231	183	237	250	278
Giá trị hiện tại của FCFF (WACC 8.5%)	213	156	185	180	185
Giá trị cuối cùng (2% g)	2,899				
Nợ ròng	1,383				
Giá trị vốn cổ phần	2,436				
SLCP	127,539,625				
Giá hợp lý (VND/cp)	19,105				

### Phương pháp EV/EBITDA

EBITDA 2020	439
EV/EBITDA ngành	9.6
EV	4,216
SLCP	127,539,625
Giá mục tiêu	22,218

	DCF	EV/EBITDA	Giá mục tiêu
Giá mục tiêu (VNĐ/CP)	19,105	22,218	19,728 VNĐ/CP
Tỷ trọng	80%	20%	

## **Rủi ro:**

### **(1) Rủi ro tập trung doanh thu**

Tỷ lệ xuất khẩu của ANV sang Trung Quốc và ASEAN chiếm lần lượt là 30.5% và 20.0%, do đó ANV chịu ảnh hưởng từ nhu cầu xuất khẩu của các thị trường này, khi nhu cầu tại các thị trường này giảm sẽ tác động tiêu cực đến ANV. Đồng thời việc phụ thuộc vào một số ít đối tác chiến lược để phân phối hàng sẽ đặt ANV ở vị thế yếu hơn trong việc thương lượng điều kiện của hợp đồng thương mại.

### **(2) Rủi ro từ dịch Covid-19**

Hiện tại, tình hình dịch Covid-19 được kỳ vọng khả quan hơn tại thị trường xuất khẩu chủ lực là Trung Quốc nhưng do nền kinh tế bị tổn thương hậu Covid-19 nên nhu cầu xuất khẩu sang Trung Quốc có nhiều rủi ro chưa phục hồi được như dự kiến. Hơn nữa, một trong những thị trường xuất khẩu chính là EU đang đối mặt với nhiều thách thức về kinh tế, nên nhu cầu xuất khẩu sang EU sẽ kém lạc quan cho đến hết năm nay.

### **(3) Rủi ro biến động tỷ giá**

Với hơn 80% doanh thu là xuất khẩu, ANV đối mặt với rủi ro biến động tỷ giá hối đoái, chủ yếu là RMB, EUR tại hai thị trường xuất khẩu lớn là Trung Quốc và EU. Bất ổn tại các thị trường xuất khẩu và sự ảnh hưởng của các yếu tố địa chính trị đến tỷ giá là rủi ro đáng quan tâm.

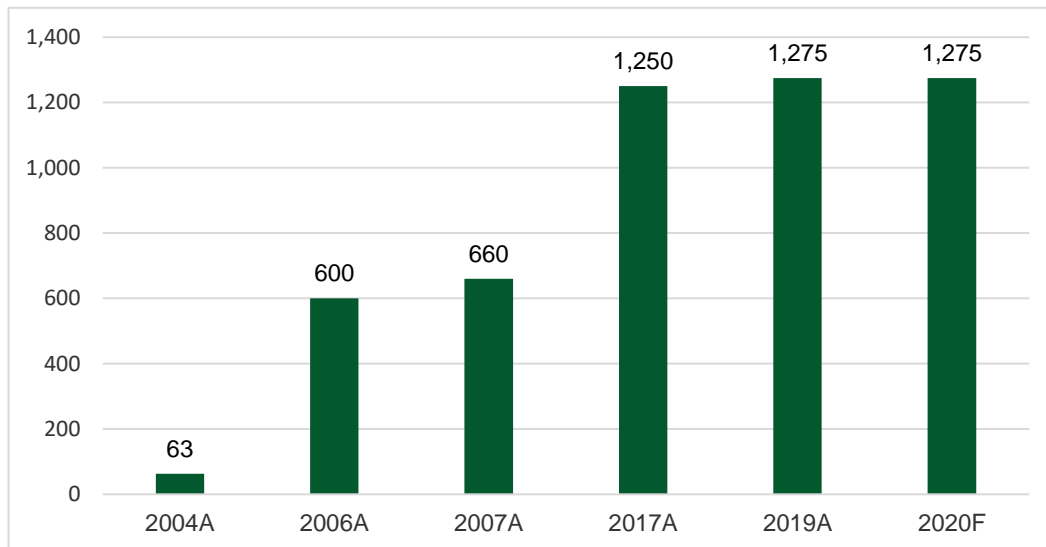


## Sơ lược công ty

Công ty Cổ phần Nam Việt là công ty cổ phần được chuyển đổi từ Công ty TNHH Nam Việt vào tháng 10/2006, với lĩnh vực kinh doanh chính là chế biến xuất khẩu cá tra, cá basa đông lạnh. Công ty TNHH Nam Việt được thành lập vào năm 1993 với vốn điều lệ ban đầu là 27 tỷ đồng và chức năng kinh doanh chính là xây dựng dân dụng và công nghiệp. Năm 2000, Công ty quyết định đầu tư mở rộng phạm vi kinh doanh sang lĩnh vực chế biến thủy sản, khởi đầu là việc xây dựng Xí nghiệp đông lạnh thủy sản Mỹ Quý với tổng vốn đầu tư là 30.8 tỷ đồng, chuyên chế biến xuất khẩu cá tra, cá basa đông lạnh. Trong khoảng thời gian từ năm 2001 đến năm 2004, Nam Việt đã đầu tư thêm hai nhà máy sản xuất thủy sản đông lạnh là Nhà máy Nam Việt (được đổi tên từ Xí nghiệp đông lạnh thủy sản Mỹ Quý) và Nhà máy Thái Bình Dương với tổng công suất chế biến trung bình của Công ty là 500 tấn cá/ngày. Ngày 18/4/2007, Nam Việt đã phát hành ra công chúng 6 triệu cổ phiếu để tăng vốn điều lệ lên 600 tỷ đồng.



## Quá trình tăng vốn (tỷ VNĐ)



Nguồn: ANV, PHFM tổng hợp

## Báo cáo tài chính (tỷ VNĐ)

Kết quả kinh doanh	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E
Doanh thu thuần	2,825	2,949	4,118	4,481	2,995
Giá vốn hàng bán	(2,463)	(2,517)	(3,256)	(3,438)	(2,459)
Lợi nhuận gộp	361	432	862	1,043	537
Chi phí bán hàng	(136)	(146)	(161)	(191)	(131)
Chi phí QLDN	(134)	(39)	(9)	(47)	(31)
Lợi nhuận từ HĐKD	91	247	693	805	375
Lợi nhuận tài chính	65	(44)	(1)	(8)	1
Chi phí lãi vay	(76)	(57)	(46)	(49)	(49)
Lợi nhuận trước thuế	29	167	690	831	372
Lợi nhuận sau thuế	13	144	604	704	315
LNST của cổ đông Công ty ty mẹ	19	142	600	704	315
Cân đối kế toán	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E
<b>Tài Sản Ngắn Hạn</b>	1,908	1,317	2,090	2,690	2,363
Tiền và tương đương tiền	22	26	69	25	16
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1	-	452	585	391
Phải thu ngắn hạn	643	383	569	443	751
Hàng tồn kho	1,195	874	962	1,583	1,132
Tài sản ngắn hạn khác	47	34	38	54	36
<b>Tài Sản Dài Hạn</b>	993	1,307	1,293	1,411	1,574
Phải thu dài hạn	264	253	5	2	1
Tài sản cố định	372	441	507	520	628
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-
Chi phí xây dựng dở dang	126	66	393	671	629
Đầu tư tài chính dài hạn	155	478	326	144	161
Tài sản dài hạn khác	75	70	63	75	62
Lợi thế thương mại	0	0	0	0	0
<b>Tổng cộng tài sản</b>	2,901	2,624	3,383	4,102	3,897
<b>Nợ phải trả</b>	1,709	1,308	1,577	1,749	1,672
Nợ ngắn hạn	1,487	1,232	1,568	1,728	1,652
Nợ dài hạn	222	76	10	20	20
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	1,309	1,394	1,848	2,386	2,701
Vốn góp	660	1,250	1,250	1,275	1,275
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
<b>Tổng nguồn vốn</b>	3,017	2,702	3,425	4,135	4,373

Lưu chuyển tiền tệ	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	264	746	721	328	463
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	101	(375)	(685)	(252)	(229)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(357)	(366)	7	(120)	(241)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	9	4	43	(44)	(8)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	13	22	26	69	25
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	22	26	69	25	16
Chỉ số tài chính (%)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E
<b>Tăng trưởng</b>					
Doanh thu	13.2%	4.4%	39.6%	8.8%	-33.2%
Lợi nhuận sau thuế	744.4%	972.0%	319.6%	16.5%	-55.2%
Tổng tài sản	-7.8%	-10.5%	26.7%	20.7%	5.8%
Tổng vốn chủ sở hữu	1.0%	6.5%	32.6%	29.1%	13.2%
<b>Khả năng sinh lời</b>					
Tỷ suất lãi gộp	12.8%	14.7%	20.9%	23.3%	17.9%
Tỷ suất EBIT	3.2%	8.4%	16.8%	18.0%	12.5%
Tỷ suất lãi ròng	0.5%	4.9%	14.7%	15.7%	10.5%
ROA	0.5%	5.5%	17.9%	17.2%	8.1%
ROE	1.0%	10.3%	32.7%	29.5%	11.7%
<b>Hiệu quả hoạt động</b>					
Số ngày phải thu	95	58	53	37	95
Số ngày tồn kho	175	127	107	166	171
Số ngày phải trả	34	16	13	18	34
<b>Khả năng thanh toán</b>					
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.28	1.07	1.33	1.56	1.43
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.48	0.36	0.72	0.64	0.72
<b>Cấu trúc tài chính</b>					
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.59	0.50	0.47	0.43	0.43
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	1.31	0.94	0.85	0.73	0.62
Vay ngắn hạn/VCSH	1.14	0.88	0.85	0.72	0.61
Vay dài hạn/VCSH	0.17	0.05	0.01	0.01	0.01

Nguồn: PHFM

## Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi Nguyễn Thị Thảo Vy, Chuyên viên phân tích – Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

## Định nghĩa xếp loại

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

## Miễn trách

Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng/Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của báo cáo. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng/Quản lý Quỹ Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng/Quản lý Quỹ Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

### © Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS).

Tòa nhà CR3-03A, Tầng 3, 109 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5479

Customer Service: (+84-28) 5 411 8855

E-mail: [info@phs.vn](mailto:info@phs.vn) / [support@phs.vn](mailto:support@phs.vn)

Fax: (+84-28) 5 413 5472

Call Center: (+84-28) 5 413 5488

Web: [www.phs.vn](http://www.phs.vn)

### PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08, 107 Tôn Dật Tiên, P. Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

### Chi nhánh Quận 3

Tầng 2, Tòa nhà Phương Nam, 157 Võ Thị Sáu, Quận 3, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

### Chi Nhánh Thanh Xuân

Tầng 1, Tòa nhà 18T2, Lê Văn Lương, Trung Hòa Nhân Chính, Quận Thanh Xuân, Hà Nội.

Phone: (+84-24) 6 250 9999

Fax: (+84-24) 6 250 6666

### Chi nhánh Tân Bình

Tầng trệt, P. G.4A, Tòa nhà E-Town 2, 364 Cộng Hòa, Phường 13, Quận Tân Bình, Tp. HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2405

Fax: (+84-28) 3 813 2415

### Chi Nhánh Hà Nội

Tầng 3, Tòa nhà Naforimex, 19 Bà Triệu, Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội

Phone: (+84-24) 3 933 4560

Fax: (+84-24) 3 933 4820

### Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco, 18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng

Phone: (+84-225) 384 1810

Fax: (+84-225) 384 1801