

Thủy sản
Ngày 23 tháng 01 năm 2013
CÔNG TY CỔ PHẦN NAM VIỆT (ANV)

Phan Nguyễn Trung Hưng	Giá hiện tại	8.900	<div style="display: flex; justify-content: space-around; align-items: center;"> <div style="text-align: center;">-18% Bán</div> <div style="text-align: center;">-7% Giảm</div> <div style="text-align: center;">0% Theo dõi</div> <div style="text-align: center;">7% Thêm</div> <div style="text-align: center;">18% Mua</div> </div> <div style="text-align: right; font-weight: bold; font-size: 1.2em;">MUA</div>
Chuyên viên phân tích	Giá mục tiêu	10.551	
Email: hungpnt@fpts.com.vn	Tăng/giảm	18,6%	
Điện thoại: (84)8 6290 8686	Tỷ suất cổ tức	9,4%	
Ext : 7595			

Diễn biến giá cổ phiếu ANV

Thông tin giao dịch

Giá cao nhất 52 tuần (đ/cp)	10.800
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/cp)	6.300
Số lượng CP niêm yết (cp)	66.000.000
Số lượng CP lưu hành (cp)	65.605.250
KLGD bình quân 30 phiên(cp/phiên)	52.398
% sở hữu nước ngoài hiện tại	1,63%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	660
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	584

Định giá	2011	2012	2013E
EPS	702	521	644
BV (đ/cp)	22.054	21.596	21.227
P/E	12,67	17,08	13,83
P/B	0,41	0,41	0,42
ROE	5,1%	2,4%	3,0%
ROA	3,6%	1,5%	1,7%

**Danh sách cổ đông
(chốt đến 30/06/2013)**

	Tỷ lệ %
Đoãn Tới	45,65%
Đoãn Chí Thiên	13,72%
Đoãn Chí Thanh	13,72%
Nguyễn Duy Nhứt	0,02%
Khác	26,89%

Tóm tắt nội dung

Xét trong dài hạn, ANV vẫn có nhiều cơ hội để cải thiện doanh thu và lợi nhuận do công ty là một trong những doanh nghiệp lớn nhất ngành cá tra có quy trình sản xuất khép kín và đang dần chiếm thị phần của các doanh nghiệp nhỏ gặp khó khăn. Với dự phóng FCFF giá mục tiêu cho 12 tháng tới là **10.551 đồng**, cao hơn giá hiện tại là 18,6%. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** để đầu tư dài hạn đối với cổ phiếu này.

Rủi ro chính khi đầu tư ANV đó là nguy cơ bị Mỹ áp thuế CBPG cao trong các năm tới, khiến công ty không thể xuất khẩu vào Mỹ trong tương lai. Rủi ro này có nguy cơ xảy ra từ cuối T3/2014 khi Mỹ có quyết định chính thức mức thuế CBPG POR 9.

- Hoạt động kinh doanh **2013 có nhiều cải thiện so với năm 2012**. Doanh thu thuần dự kiến đạt 2.409 tỷ đồng, tăng 37,9%; lợi nhuận trước thuế 45,3 tỷ đồng, tăng 78,1% so với năm 2012, tương ứng EPS đạt mức 644 đồng.
- Nam Việt hiện là **nhà xuất khẩu cá tra lớn thứ tư ở Việt Nam với kim ngạch xuất khẩu năm 2013 ước đạt 101,7 triệu USD**. Thị trường tiêu thụ trải dài ở nhiều nước, nhưng nhiều nhất là ở các nước Châu Mỹ, Châu Á. Trong khi Mỹ là thị trường Nam Việt vừa tham gia xuất khẩu trong năm 2013 này, nhưng có nguy cơ sẽ không còn được xuất khẩu vào đây từ năm 2014 do bị áp thuế CBPG cao.
- Nam Việt đã **đẩy mạnh hoạt động đầu tư vùng nuôi 150 ha và nhà máy thức ăn 200.000 tấn/năm** trong năm 2012 – 2013, nhằm khép kín quy trình sản xuất và đảm bảo nguồn nguyên liệu cho quá trình phát triển lâu dài của công ty (hiện vùng nuôi có thể đáp ứng 70% nhu cầu chế biến của công ty)
- Nam Việt từng là doanh nghiệp xuất khẩu cá tra lớn nhất cả nước năm 2007 – 2008, nhưng bắt đầu suy yếu từ 2009 – 2012 do bị mất thị trường chủ lực Nga. Lợi nhuận của công ty liên tục sụt giảm cùng với sự suy giảm dần của doanh thu. Ngoài ra, hoạt động đầu tư ngoài ngành không hiệu quả vào khoáng sản cũng đã làm tiêu tốn nhiều nguồn lực của công ty từ 2009 – 2012.

Bảng KQKD	2011	2012	2013E
Doanh thu thuần	1.755	1.746	2.409
Lợi nhuận gộp	180	22	357
Lợi nhuận trước thuế	47	25	45
Lợi nhuận sau thuế	46	25	43

Bảng CĐKT	2011	2012	2013E
Tổng tài sản	2.154	2.438	2.646
Tài sản ngắn hạn	1.216	1.477	1.707
Tài sản dài hạn	937	961	939
Tổng nguồn vốn	2.154	2.438	2.646
Nợ ngắn hạn	457	788	868
Nợ dài hạn	19	17	90
Vốn chủ sở hữu	1.447	1.417	1.401

- **Dự báo tăng trưởng:** LNTT năm 2014 dự báo sẽ giảm 11% so với 2013 do lo ngại công ty sẽ không còn được xuất khẩu vào Mỹ từ cuối T3/2014. Giai đoạn 2015 - 2020, LNTT sẽ tăng trưởng bình quân 23,7%/năm, do doanh thu dự báo tăng trưởng bình quân 6,8%/năm và tỷ suất LNTT dự báo sẽ cải thiện dần từ 2,6% lên 4,0%.

Các chỉ tiêu dự báo

Chỉ tiêu	Đvt	2012	2013E	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Doanh thu thuần	Triệu đồng	1.746.163	2.408.773	2.424.316	2.526.852	2.714.784	2.921.603	3.131.682
Lợi nhuận gộp	Triệu đồng	226.357	357.202	335.382	383.611	394.890	454.881	508.114
LNTT	Triệu đồng	25.408	45.258	40.137	65.192	56.367	79.196	94.408
LNST	Triệu đồng	25.042	42.726	38.130	61.933	45.094	63.357	75.526
EPS	Đồng/cp	521	644	572	930	677	951	1.133
DPS	Đồng/cp	900	900	900	900	1.000	1.000	1.000
Tăng trưởng DT thuần	%yoy	-0,5%	37,9%	0,6%	4,2%	7,4%	7,6%	7,2%
Tăng trưởng LN gộp	%yoy	25,7%	57,8%	-6,1%	14,4%	2,9%	15,2%	11,7%
Tăng trưởng LNST	%yoy	-46,0%	70,6%	-10,8%	62,4%	-27,2%	40,5%	19,2%
Tăng trưởng EPS	%yoy	-25,8%	23,5%	-11,0%	62,4%	-27,2%	40,5%	19,2%
ROE	%	2,4%	3,0%	2,7%	4,4%	3,2%	4,6%	5,5%
ROA	%	1,5%	1,7%	1,5%	2,5%	1,8%	2,5%	2,9%

Kết quả định giá theo FCFF

Phương pháp FCFF

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá FCFF để ước tính **mức giá hợp lý của ANV trong 12 tháng tới là 10.551 đồng/cp.**

Giả định DCF	Giá trị	Kết quả định giá DCF	Tỷ đồng
WACC (2014)	15,35%	Thời gian dự phóng	8 năm
Thuế suất	5,00% (*)	Tổng hiện giá dòng tiền	1.075
Chi phí vốn CSH	19,45%	(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn	60
Lãi suất phi rủi ro	8,89%	(+) Giá trị khoản đầu tư vào công ty liên doanh liên kết	453
Phần bù rủi ro	10,56%	(-) Nợ ngắn và dài hạn	958
Hệ số beta (2014)	1,12	Giá trị vốn cổ phần	630
Chi phí nợ	8,50%	Lợi ích cổ đông thiểu số	0.634
Tăng trưởng bình quân (2014 – 2021)	5,64%	Giá trị vốn CSH công ty mẹ	629
Tăng trưởng dòng tiền bền vững	5,48%	Số lượng cổ phiếu	65.605.250
		Giá trị chiết khấu về hiện tại	9.586
		Kỳ vọng đầu tư vốn cổ phần	19,45%
		Suất cổ tức ước tính	9,4%
		Giá kỳ vọng 12 tháng	10.551

(*) Năm 2009, Nam Việt có khoản lỗ lớn 175,5 tỷ đồng nhưng không được hoàn phần thuế từ khoản lỗ này. Do đó, phần thuế này được cân trừ trong các năm sau từ 2010 trở đi cho đến lúc hết. Theo tính toán, phần cân trừ này sẽ vẫn còn kéo dài đến hết năm 2015, tương ứng phần thuế thu nhập doanh nghiệp phải đóng trong năm 2014 – 2015 chỉ khoảng 5% trên lợi nhuận trước thuế. Từ năm 2016 trở đi, mức thuế thu nhập doanh nghiệp của Nam Việt sẽ trở lại theo mức thuế chung của nhà nước là 20%.

Kết quả định giá theo P/E và P/B

Doanh nghiệp trong nước	Doanh thu 9T/2013 (tỷ đồng)	ROE 9T/2013	P/E (trailing cuối Q3/2013)	P/B (cuối Q3/2013)
CTCP Hùng Vương	7.711	10,0%	10,49	1,28
CTCP Vĩnh Hoàn	3.711	10,7%	6,92	0,96
CTCP XNK Thủy sản Bến Tre	418	12,9%	7,24	1,13
CTCP Việt An	1.190	3,2%	5,30	0,43
CTCP Đầu tư và Phát triển Đa Quốc Gia I.D.I	1.096	4,8%	7,77	0,49
CTCP XNK Thủy sản An Giang	2.348	5,1%	7,54	0,70
Bình quân			7,54	0,83
CTCP Nam Việt	1.836	2,3%	9,00	0,55

Định giá ANV theo phương pháp so sánh

Phương pháp	EPS 2013	Book value	Hệ số định giá	Giá so sánh tương đối
P/E	644		9,00	5.792
P/B		21.189	0,55	11.654
Bình quân				8.723

Đơn vị: đồng/cổ phiếu

Xét tương quan ngành, ANV là một doanh nghiệp lớn có quy trình kinh doanh khép kín và thị trường rộng khắp, nên chúng tôi ước tính P/E của ANV là 9,0 lần, gần bằng mức của HVG và cao hơn bình quân ngành là khoảng 7,54 lần. Tuy nhiên, ANV vẫn thuộc nhóm có hiệu quả kinh doanh kém trong ngành, nên chúng tôi ước P/B của ANV chỉ khoảng 0,55 lần, thấp hơn mức bình quân ngành là 0,83 lần, gần bằng mức của AVF, IDI.

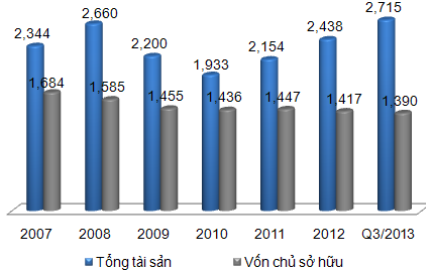
Theo đó, mức giá bình quân theo hai phương pháp vào khoảng 8.723 đồng/cp, tương ứng gần mức giá thị trường hiện nay. Do đó, trong ngắn hạn thị trường đã phản ánh khá đầy đủ và hợp lý tình hình kinh doanh 2013 của ANV, chúng tôi dự kiến giá cổ phiếu ANV sẽ khó có thể diễn biến tích cực trong khoảng 2-3 tháng tới.

PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Sản phẩm chế biến chính



Tổng tài sản và vốn chủ sở hữu



Nguồn: BCTC ANV

Các công ty con, công ty liên doanh liên kết

Công ty con	Tỷ lệ Nam Việt sở hữu
Cty TNHH Ấn Độ Dương	100,00%
Cty TNHH Thủy sản Biển Đông	90,82%
Cong ty liên doanh liên kết	Tỷ lệ Nam Việt sở hữu
CTCP DAP số 2 - Vinachem	40,05%

Hoạt động kinh doanh chính

Nam Việt được thành lập từ năm 1993 với vốn điều lệ ban đầu là 27 tỷ đồng. Sau 20 năm phát triển, đến nay (cuối Q3/2013) vốn điều lệ của Nam Việt đã đạt 660 tỷ đồng, vốn chủ sở hữu đạt 1.390 tỷ đồng; tổng tài sản đạt 2.715 tỷ đồng.

Trong giai đoạn 2007-2008, Nam Việt là nhà xuất khẩu cá tra lớn nhất cả nước (năm 2007 đạt giá trị xuất khẩu kỷ lục 195 triệu USD, hơn cả Hùng Vương và Vĩnh Hoàn cộng lại). Sau giai đoạn khó khăn từ cuối 2008 đến nay, giá trị xuất khẩu của công ty đã bị suy giảm mạnh. Trong năm 2013, Nam Việt là nhà chế biến xuất khẩu cá tra lớn thứ tư ở Việt Nam (sau Vĩnh Hoàn, Agifish và Hùng Vương mẹ) với giá trị xuất khẩu năm 2013 đạt 101,7 triệu USD.

Với việc đầu tư mạnh vào nhà máy thức ăn và vùng nuôi năm 2012, công ty đã chính thức tham gia hoạt động sản xuất thức ăn và nuôi trồng cá tra từ năm 2013 với 100% dùng để phục vụ nhu cầu nội bộ.

Nguồn nguyên liệu

Hoạt động nuôi trồng: Nguồn nguyên liệu chính của công ty là cá tra nguyên liệu, được nuôi trồng rộng rãi ở các tỉnh dọc sông Tiền và sông Hậu như An Giang, Đồng Tháp, Cần Thơ, Tiền Giang, Vĩnh Long, Bến Tre... Chi phí cá nguyên liệu thường chiếm khoảng 85-90% giá thành sản phẩm của công ty.

Trước đây, công ty hầu như mua cá tra từ các hộ nuôi để phục vụ chế biến xuất khẩu. Trong năm 2012 - 2013, Nam Việt đã đầu tư mạnh vào hoạt động nuôi trồng. Tổng diện tích vùng nuôi của công ty đến hiện tại đã đạt 150 ha (lớn thứ ba cả nước sau vùng nuôi của Hùng Vương và Vĩnh Hoàn), với sản lượng cá thu hoạch tối đa có thể đạt 90.000 tấn cá nguyên liệu/năm. Vùng nuôi có thể đáp ứng tối thiểu 70% nhu cầu cá nguyên liệu cho công ty.

Nhà máy thức ăn với công suất sản xuất 200.000 tấn thành phẩm/năm, có thể đáp ứng hoàn toàn 100% nhu cầu cho các vùng nuôi của Nam Việt, và dự trù cho cả sản lượng nuôi trồng tăng thêm đến năm 2020.

Sản xuất thức ăn cá tra: Hơn 50% chi phí nguyên liệu sản xuất thức ăn của nhà máy thức ăn của Nam Việt phải nhập khẩu từ nước ngoài (khô dầu đậu nành, bột cá, dầu cá...). Năm 2014, WB dự báo giá khô dầu đậu nành sẽ giảm khoảng 14,8% so với 2013, điều này sẽ giúp giảm giá thành thức ăn khoảng 2% và giảm giá thành nuôi trồng khoảng 2,6% cho công ty.

Năng lực sản xuất

Nam Việt hiện là doanh nghiệp có năng lực chế biến cá tra lớn thứ hai cả nước với tổng công suất thiết kế đến hiện tại là 600 tấn nguyên liệu/ngày. Công suất chế biến lớn trong khi sản lượng xuất

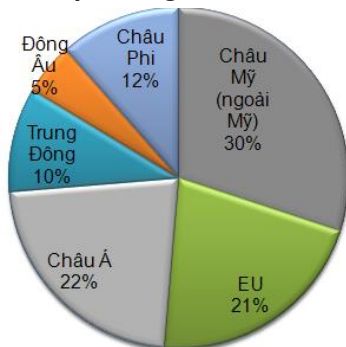
khẩu còn thấp, nên năm 2013 nhà máy chế biến cá tra của công ty chỉ vận hành khoảng 50% công suất thiết kế.

Nhà máy thức ăn của công ty hiện có công suất thiết kế là 200.000 tấn thành phẩm/năm. Theo tính toán với sản lượng tự nuôi của Nam Việt năm 2013 là 55.000 tấn, nhà máy thức ăn cần đảm bảo sản xuất khoảng 93.000 tấn thức ăn. Do đó, nhà máy thức ăn năm 2013 chỉ vận hành khoảng 46 – 47% công suất thiết kế.

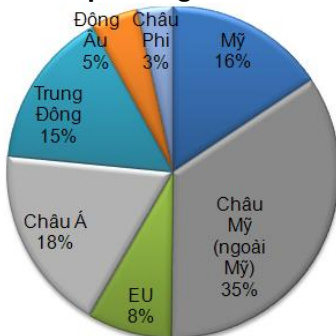
Thị trường tiêu thụ

Phần lớn sản phẩm cá tra chế biến của công ty được **xuất khẩu** sang nhiều nước trên thế giới. Trong đó, giá trị xuất khẩu cao nhất là những thị trường như Châu Mỹ, EU, Châu Á, Trung Đông...

Cơ cấu thị trường xuất khẩu năm 2012



Cơ cấu thị trường xuất khẩu 9T/2013



Nguồn: ANV

- **Mỹ** vốn không phải là thị trường thế mạnh của Nam Việt, công ty gần như không xuất khẩu vào Mỹ từ 2007-2012. Tuy nhiên, do công ty con Biển Đông (Nam Việt nắm 90,08%) được áp thuế CBPG thấp 0% trong kỳ POR 8, nên Nam Việt đã tận dụng Biển Đông để đẩy mạnh xuất khẩu sang thị trường Mỹ trong năm 2013. Giá xuất khẩu cá tra fillet bình quân của công ty sang Mỹ trong 2013 là 3 USD/kg.

- **Châu Mỹ** (không bao gồm Mỹ) là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Nam Việt trong các năm qua (chiếm 35% giá trị xuất khẩu trong 9T/2013). Giá trị xuất khẩu của Nam Việt sang các nước này năm 2013 ước tăng mạnh 53,6%. Đây là thị trường không đòi hỏi chất lượng sản phẩm quá cao nên giá cá fillet bình quân xuất khẩu chỉ khoảng 2,2 – 2,3 USD/kg trong năm 2013.

- **EU** là thị trường xuất khẩu lớn thứ 3 của Nam Việt (sau Châu Mỹ và Châu Á). Giá trị xuất khẩu của Nam Việt sang EU bị suy giảm mạnh 40,6% năm 2013 do cả sản lượng và giá xuất khẩu đều giảm. Thị trường EU đòi hỏi chất lượng sản phẩm cao nên giá fillet xuất khẩu bình quân sang đây cao thứ hai sau thị trường Mỹ, đạt bình quân 2,35 – 2,45 trong năm 2013.

- **Châu Á** là thị trường xuất khẩu lớn thứ hai của Nam Việt trong năm 2013 với giá trị xuất khẩu đạt khoảng 18,34 triệu USD. Giá fillet xuất khẩu bình quân sang thị trường này không cao trong năm 2013, bình quân chỉ đạt 2,0 – 2,1 USD/kg năm 2013 do không đòi hỏi chất lượng quá cao, chi phí vận chuyển thấp hơn các thị trường khác.

- **Trung Đông** là thị trường lớn thứ tư của Nam Việt và đạt mức tăng trưởng giá trị xuất khẩu rất cao 110,3% trong năm 2013 do có sự gia tăng cả về sản lượng và giá xuất khẩu. Giá fillet xuất khẩu bình quân sang đây năm 2013 là 2,33 USD/kg.

- **Đông Âu** trước đây vốn là thị trường lớn nhất của Nam Việt với chủ lực là thị trường Nga. Sự kiện Nga “đóng cửa” không tiêu thụ cá tra Việt Nam cuối 2008 đã làm giá trị xuất khẩu của Nam Việt sang Nga cũng như Đông Âu bị sụt giảm mạnh, và hiện Đông Âu chỉ còn chiếm khoảng 5% giá trị xuất khẩu của Nam Việt trong 9T/2013, với giá bình quân chỉ khoảng 2,2 USD/kg.

Kế hoạch đầu tư phát triển

Với việc đầu tư mạnh vào vùng nuôi và nhà máy thức ăn trong năm 2012 – 2013, trong khi năm 2013, vùng nuôi chỉ đạt 61% công suất, nhà máy chế biến chỉ đạt 50% công suất và nhà máy thức ăn chỉ đạt khoảng 46-47% công suất. Do đó, theo dự báo sản lượng tiêu thụ, sản xuất đến năm 2021, cả ba đều chỉ mới đạt lần lượt 93,1%; 58,2% và 70% công suất thiết kế. Do đó, Nam Việt gần như sẽ không có kế hoạch đầu tư tài sản cố định đáng kể từ 2014 – 2020.

Tuy nhiên, hiện Nam Việt có một khoảng đầu tư ngoài ngành khá lớn là **Dự án nhà máy phân bón DAP số 2 - Vianchem** với phần vốn cam kết của công ty là 41% trên tổng vốn điều lệ của nhà máy là 1.500 tỷ đồng (tổng chi phí đầu tư của nhà máy là 5.000 tỷ đồng). Nhà máy dự kiến sẽ hoàn thành xây dựng vào cuối 2014 và bắt đầu tạo ra doanh thu từ đầu năm 2015. Đến cuối năm 2013 số vốn góp của Nam Việt vào dự án là 250 tỷ đồng. Do đây là hoạt động ngoài ngành kinh doanh chính cá tra và việc đầu tư của Nam Việt vào nhà máy cũng dưới dạng đầu tư vào công ty liên doanh, liên kết (chỉ chiếm 41% vốn điều lệ nhà máy), nên chúng tôi đã tách khoản đầu tư này ra khỏi việc dự báo dòng tiền của công ty. Phần giá trị của dự án này sẽ được tính bằng giá trị sổ sách tính đến cuối năm 2013, tức bằng 250 tỷ đồng phần vốn của Nam Việt đến cuối 2013.

Một số rủi ro ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh

Rủi ro từ các rào cản thương mại: Các nước nhập khẩu cá tra của Nam Việt thường xuyên áp đặt các “rào cản thương mại” để bảo hộ sản xuất trong nước. Điển hình là Mỹ, với vụ kiện “Chống bán phá giá - CBPG” diễn ra 9 năm nay. Dù trong đợt xem xét hành chính lần thứ 8 (POR 8) đầu năm 2013, Công ty con của Nam Việt là Biển Đông được áp mức thuế CBPG thấp, nhưng theo kết quả sơ bộ POR 9, cả Nam Việt và công ty con Biển Đông đều bị áp mức thuế khá cao (Biển Đông là 0,99 USD/kg và Nam Việt bị áp mức thuế chung 2,11 USD/kg), qua đó gia tăng rủi ro Nam Việt không thể xuất khẩu được sang Mỹ vào năm sau 2014. Điều này sẽ gây ảnh hưởng tiêu cực đến kết quả kinh doanh năm 2014 của công ty.

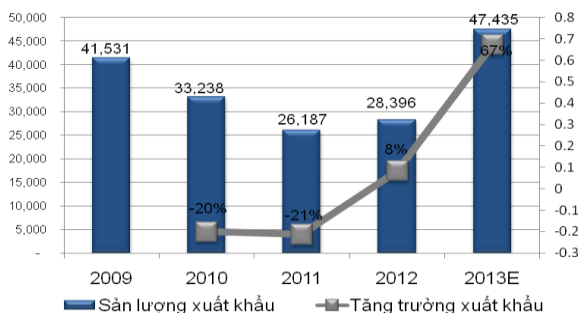
Rủi ro từ các hàng rào kỹ thuật: Cá tra là nguồn thực phẩm quan trọng nên vấn đề chất lượng, vệ sinh an toàn thực phẩm luôn được các nước quản lý gắt gao, nhằm bảo vệ sức khỏe người tiêu dùng và tạo ra các “hàng rào kỹ thuật” để bảo hộ sản xuất trong nước. Việc yêu cầu các chứng chỉ chứng nhận chất lượng (ASC, Global Gap, BAP...) cũng có thể xem là một “hàng rào kỹ thuật” mà các nước đặt ra cho sản phẩm cá tra của Việt Nam. Tuy nhiên, với việc đầu tư các vùng nuôi, nhà máy thức ăn, nhà máy chế biến theo đúng các tiêu chuẩn yêu cầu của các nước nhập khẩu, có thể thấy rủi ro này đối với Nam Việt đã được giảm thiểu tối đa.

Rủi ro về lãi suất: Hiện dư nợ vay ngân hàng của công ty là 946 tỷ đồng, chiếm khoảng 35% tổng tài sản, thấp hơn nhiều doanh nghiệp thủy sản khác nhưng đây cũng là mức tương đối cao. Dự kiến dư nợ vay của công ty sẽ tiếp tục tăng lên trong tương lai. Do đó, biến động của lãi suất sẽ tác động mạnh đến chi phí lãi vay của công ty, làm thay đổi lớn kết quả lợi nhuận.

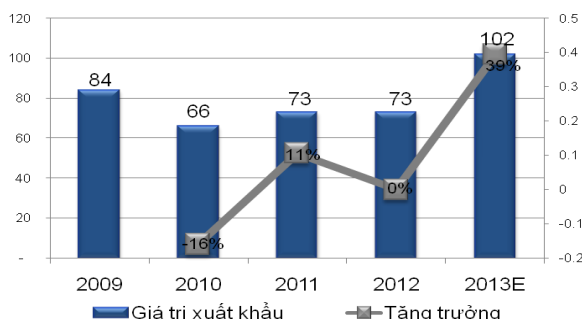
Rủi ro nguồn nguyên liệu: Nguồn cá tra nguyên liệu là yếu tố quyết định đến hoạt động của các doanh nghiệp trong ngành. Việc thiếu hụt nguyên liệu cho toàn ngành thường xuyên diễn ra trong các năm qua, gây khó khăn lớn đến hoạt động sản xuất của các doanh nghiệp, thậm chí dẫn đến đóng cửa doanh nghiệp, nhất là các doanh nghiệp không có vùng nuôi. Tuy nhiên, với việc đầu tư mạnh vào vùng nuôi và nhà máy thức ăn trong 2 năm qua, Nam Việt đã hạn chế đến mức thấp nhất rủi ro thiếu hụt nguyên liệu trong hoạt động, đảm bảo ổn định hoạt động sản xuất kinh doanh.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH VÀ DỰ PHÓNG

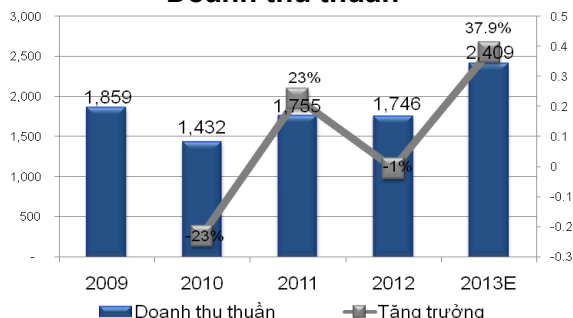
Sản lượng xuất khẩu



Giá trị xuất khẩu



Doanh thu thuần



Hoạt động sản xuất kinh doanh

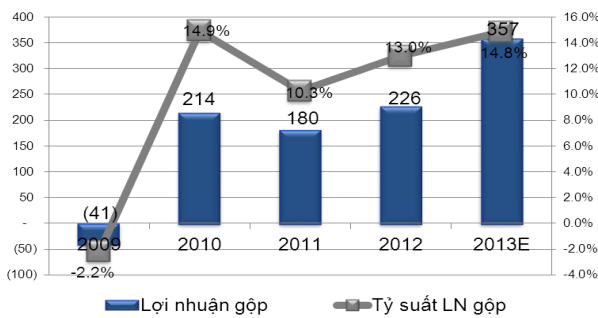
Doanh thu và lợi nhuận gộp

Giai đoạn 2009 – 2013

Giai đoạn 2009 - 2011 là giai đoạn suy giảm mạnh sản lượng xuất khẩu của công ty với mức giảm bình quân 20%/năm, do khó khăn từ việc mất thị trường chủ lực Nga. Tuy nhiên, giá trị xuất khẩu và doanh thu thuần năm 2011 vẫn tăng lần lượt là 11% và 23% do: (1) giá xuất khẩu bình quân tăng vọt 40% so với năm 2010 và (2) tỷ giá USD/VND tăng mạnh 9,3% trong năm 2011. Năm 2012, sản lượng xuất khẩu đã tăng nhẹ trở lại 8,4%, nhưng giá trị xuất khẩu và doanh thu thuần gần như không thay đổi so với 2011 do giá xuất khẩu bình quân năm 2012 giảm 7,8% và tỷ giá USD/VND được giữ ổn định trong năm 2012. Năm 2013, sản lượng xuất khẩu tăng vượt bậc 67% do công ty được xuất khẩu vào Mỹ và sự gia tăng mạnh tiêu thụ từ thị trường Châu Mỹ (tăng 90% so với năm 2012). Tuy nhiên, tăng trưởng giá trị xuất khẩu và doanh thu thuần lại thấp hơn hẳn, chỉ đạt lần lượt là 39,3% và 37,9% do giá xuất khẩu bình quân 2013 tiếp tục giảm khoảng 16,6% so với 2012 trong tình cảnh nguồn cung cá tra Việt Nam trong năm vẫn khá lớn.

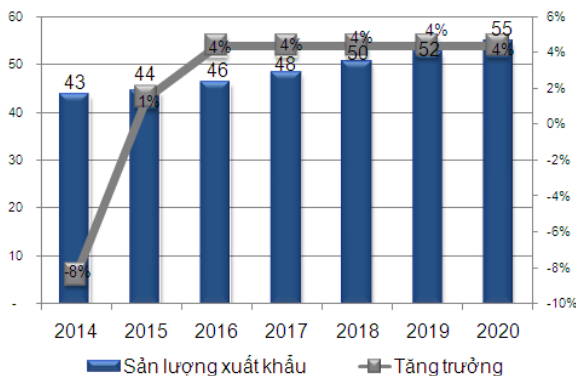
Lợi nhuận gộp của Nam Việt giai đoạn 2009 – 2013 không ổn định và biến động hầu như không cùng chiều với doanh thu thuần. Năm 2011, dù giá xuất khẩu bình quân đạt cao nhất 2,79 USD/kg, nhưng giá cá tra nguyên liệu trong năm cũng tăng mạnh lên mức cao nhất trong lịch sử (bình quân đạt 26.000 đồng/kg, đỉnh điểm có lúc đạt 29.000 đồng/kg), đã kéo tỷ suất lợi nhuận gộp giảm mạnh từ 14,9% năm 2010 xuống còn 10,3% năm 2011. Đến năm 2012, dù giá xuất khẩu bình quân giảm 7,8% xuống còn 2,57 USD/kg, nhưng giá cá tra nguyên liệu cũng giảm mạnh (bình quân

Lợi nhuận gộp



Nguồn: ANV, FPTs tính toán

Dự báo sản lượng xuất khẩu (nghìn tấn)



Nguồn: FPTs dự báo

còn khoản 23.000 đồng/kg, giảm khoảng 11,5% so với 2011), điều này đã giúp tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện trở lại mức 13% trong năm 2012. Năm 2013, dù giá xuất khẩu bình quân tiếp tục giảm xuống còn khoảng 2,14 USD/kg, nhưng tỷ suất lợi nhuận gộp tiếp tục cải thiện lên mức 14,8% do giá cá nguyên liệu tiếp tục giảm xuống bình quân còn khoảng 21.500 đồng/kg và công ty cũng đã sử dụng tới 64% cá từ vùng nuôi của mình với giá thành nuôi bình quân chỉ khoảng 21.000 đồng/kg.

Dự phóng 2014 - 2020

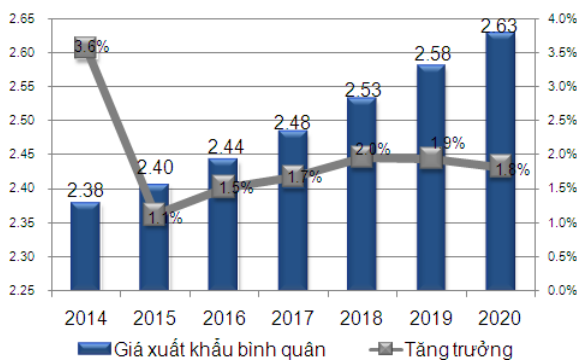
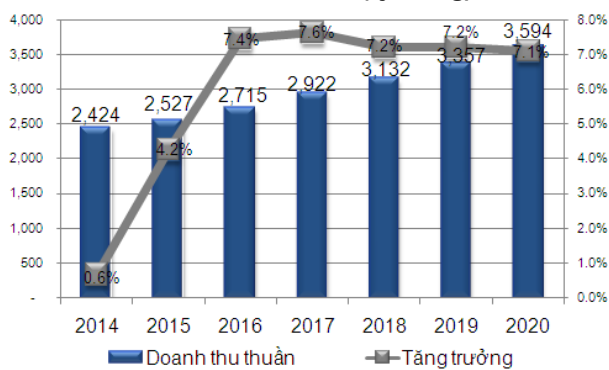
Doanh thu

Về sản lượng xuất khẩu: Theo dự báo của Viện Nghiên cứu Quy hoạch Thủy sản, xuất khẩu cá tra của Việt Nam đến năm 2015 sẽ đạt 760.000 tấn (so với năm 2012 đạt 650.000 tấn), năm 2020 sẽ đạt 900.000 tấn. Như vậy tăng trưởng sản lượng xuất khẩu cá tra bình quân của Việt Nam 2013 - 2020 sẽ đạt 4,15%/năm. Xét trên tổng thể ngành cá tra, Nam Việt cũng là một doanh nghiệp xuất khẩu lớn và đang chiếm dần thị phần của các doanh nghiệp nhỏ và vừa khác trong các năm qua. Thị phần của công ty so với tổng sản lượng xuất khẩu cá tra của cả nước đang tăng dần từ 4,29% năm 2011 lên 4,40% năm 2012 và dự kiến 2013 sẽ đạt khoảng 5,65%. Theo đánh giá, xu hướng đào thải các doanh nghiệp nhỏ, yếu kém trong ngành sẽ tiếp tục diễn ra mạnh trong tương lai và các doanh nghiệp lớn như Nam Việt sẽ có cơ hội tiếp tục gia tăng thị phần trong dài hạn. Định hướng của công ty, đến năm 2015 sẽ chiếm 6,5% thị phần xuất khẩu cá tra cả nước và xa hơn đến năm 2020 sẽ chiếm 7,1%. Theo đó, sản lượng xuất khẩu của Nam Việt sẽ đạt 49.400 tấn thành phẩm năm 2015 và 63.900 tấn năm 2020, tương ứng tăng trưởng sản lượng xuất khẩu bình quân giai đoạn 2014 – 2020 là 4,35%/năm.

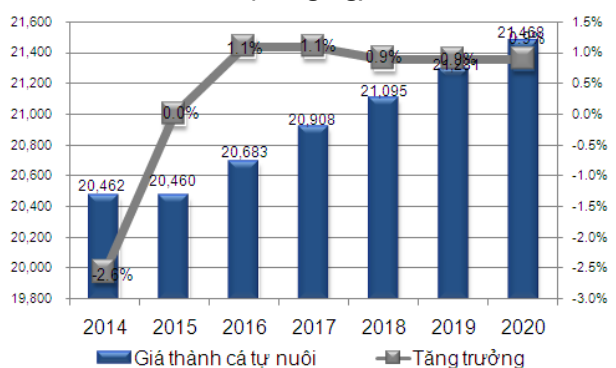
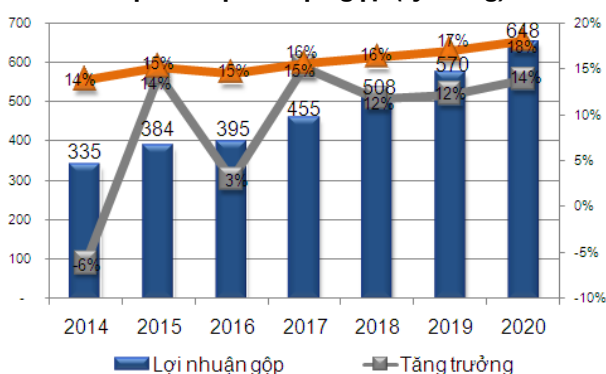
Tuy nhiên, xét riêng thị trường Mỹ, hiện tại có nhiều lo ngại về việc Nam Việt (bao gồm cả công ty con Biển Đông) sẽ bị đánh thuế CBPG POR 9 chính thức (và các kỳ POR trong tương lai) ở mức cao, khiến doanh nghiệp không thể xuất khẩu cá tra vào Mỹ từ cuối tháng 3/2014. Ngoài ra, chương trình “thanh tra cá da trơn của Mỹ” cũng gây nhiều lo ngại có thể buộc Nam Việt sẽ không thể xuất khẩu vào Mỹ trong 5-7 năm tới. Do đó, dưới góc độ thận trọng, chúng tôi giả định Nam Việt sẽ không thể xuất khẩu được vào thị trường Mỹ trong tương lai từ cuối T3/2014.

Như vậy, sản lượng xuất khẩu cá tra của Nam Việt sau khi điều chỉnh loại bỏ thị trường Mỹ dự báo sẽ đạt 43.472 tấn năm 2014, 44.110 tấn năm 2015 và đến năm 2020 sẽ đạt 54.572 tấn, tương ứng sản lượng xuất khẩu giảm 8,35% năm 2014, tăng 1,47% năm 2015 và tăng bình quân 4,35%/năm giai đoạn 2016 – 2020.

Về giá xuất khẩu: Giá xuất khẩu cá tra bình quân của công ty đã giảm mạnh trong năm 2012 và 2013, hiện tại đến cuối năm 2013 giá cá tra xuất khẩu bình quân của công ty đạt khoảng 2,30 - 2,35 USD/kg. Dự báo giá cá tra xuất khẩu bình quân sẽ cải thiện dần

Dự báo giá xuất khẩu bình quân (USD/kg)

Doanh thu thuần (tỷ đồng)


Nguồn: FPT S dự báo

Dự báo giá thành nuôi cá bình quân (đồng/kg)

Dự báo lợi nhuận gộp (tỷ đồng)


Nguồn: FPT S dự báo

trở lại từ năm 2014 với một số cơ sở sau: (1) Nhu cầu tiêu thụ cá tra toàn cầu vẫn tăng dần mỗi năm; trong khi nguồn cung cá tra từ Việt Nam dự kiến sẽ có kiểm soát hơn từ năm 2014 do số lượng doanh nghiệp chế biến cá tra sẽ giảm mạnh do hoạt động yếu kém, số hộ nông dân nuôi cá tra treo ao ngày càng tăng cao do thua lỗ, nợ nần. (2) Xu hướng tiêu dùng các sản phẩm cá tra có chứng nhận (ASC, GlobalGap, BAP...) sẽ ngày càng cao trong tương lai và người tiêu dùng sẽ chấp nhận chi trả thêm khoảng 10 - 15% cho các sản phẩm cá tra có chứng nhận, xuất xứ rõ ràng. Dưới góc độ thận trọng, chúng tôi ước giá xuất khẩu cá tra bình quân của Nam Việt chỉ tăng nhẹ 0,03 – 0,05 USD/kg/năm từ 2014 – 2020.

Về doanh thu thuần: gồm doanh thu bán cá xuất khẩu và doanh thu bán phụ phẩm

Doanh thu bán phụ phẩm: Sản lượng tiêu thụ phụ phẩm sẽ tăng dần theo mức tăng của sản lượng cá nguyên liệu tiêu thụ với giá định toàn bộ cá sử dụng còn dư đầu xương sẽ được chế biến thành phụ phẩm và tiêu thụ hết. Giá bán phụ phẩm thường dao động từ khoảng 16.000 – 17.500 đồng/kg, chúng tôi giả định giá bán phụ phẩm từ 2014 – 2020 sẽ ổn định ở mức 17.000 đồng/kg.

Lợi nhuận gộp

- Theo dự báo của WB, giá bánh dầu đậu nành dự kiến sẽ giảm dần từ mức 540 USD/MT năm 2013 xuống 384 năm 2024. Tuy nhiên, do tỷ giá cũng tăng dần, chi phí nhập khẩu bánh dầu quy ra VND sẽ giảm 13,2% năm 2014, giảm tiếp 7,3% năm 2015, tăng 0,5%/năm giai đoạn 2016 - 2017 và giữ nguyên mức tăng 0% từ 2018 – 2020.

- Chi phí bánh dầu đậu nành chiếm khoảng 20% chi phí sản xuất thức ăn. Các nguyên liệu nhập khẩu khác như bột cá, dầu cá... ít biến động và chỉ phụ thuộc vào biến động của tỷ giá. Các nguyên liệu khác trong nước như cám gạo, tấm gạo, cám mì... hầu như ít biến động do nguồn trong nước dồi dào. Theo biến động của chi phí bánh dầu đậu nành và chi phí bột cá, dầu cá..., giá thành sản xuất thức ăn dự kiến cũng giảm từ khoảng 10.000 đồng/kg năm 2013 xuống 9.735 đồng/kg năm 2015, và tăng dần trở lại từ 2016, đến năm 2020 đạt khoảng 10.041 đồng/kg.

- Chi phí thức ăn chiếm khoảng 80% giá thành nuôi trồng. Bình quân nuôi 1 kg cá nguyên liệu cần 1,66-1,68 kg thức ăn. Do đó, giá thành cá nguyên liệu tự nuôi của công ty dự kiến giảm từ 21.000 đồng/kg năm 2013 xuống còn 20.460 đồng/kg năm 2015 và tăng dần trở lại từ 2016, đến năm 2020 đạt khoảng 21.468 đồng/kg, tức tăng bình quân 1% giai đoạn 2016-2020.

- Giá cá bình quân mua ngoài năm 2013 khoảng 21.500 đồng/kg. Tình hình giá cá nguyên liệu cuối 2013 đã tăng lên khoảng 22.000 – 22.500 đồng/kg, nên chúng tôi dự kiến giá cá mua ngoài bình

quân 2014 của Nam Việt là 22.000 đồng/kg. Từ năm 2015, diễn biến giá cá mua ngoài sẽ theo sát mức tăng của giá thành cá nguyên liệu tự nuôi với mức giảm 0,2% năm 2015 và tăng khoảng 1% giai đoạn 2016 – 2020.

- Giá thành 1 kg fillet của công ty sẽ bao gồm chi phí cá nguyên liệu (bình quân khoảng 1,7-1,9 kg cá nguyên liệu sẽ thu được 1 kg fillet thành phẩm), chi phí nhân công, chi phí điện nước, chi phí khấu hao. Theo tính toán giá thành bình quân 1 kg fillet của công ty sẽ tăng dần từ 43.685 đồng năm 2014 lên 49.237 đồng năm 2020.

- Giá thành phụ phẩm ổn định 16.000 đồng/kg trong các năm qua và chúng tôi tiếp tục giữ mức này cho các năm tương lai từ 2014 – 2020.

Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp

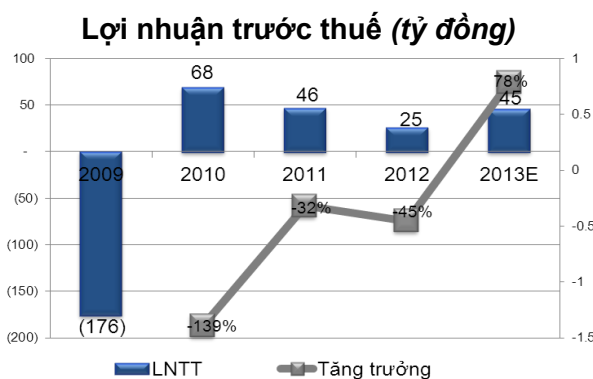
Chi phí bán hàng của công ty chiếm phần lớn là chi phí thuê tàu, bảo hiểm, thủ tục hải quan, thu nhập nhân viên bán hàng..., trong khi các khoản chi phí này biến động theo giá trị xuất khẩu, doanh thu của công ty. Dựa vào tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu thuần bình quân giai đoạn 2009 – 2013 là 7,4%, chúng tôi giả định các năm tiếp theo 2014 - 2021 tỷ lệ này sẽ tăng dần từ 7,1% năm 2014 lên 7,8% năm 2021, xoay quanh mức bình quân 7,4% trong quá khứ.

Tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu thuần của Nam Việt trong giai đoạn 2007 - 2013 bình quân khoảng 2,7%. Do đó, các năm tiếp theo 2014 – 2021, chúng tôi dự kiến tỷ lệ này sẽ tiếp tục xoay quanh từ 2,6% - 3,0%.

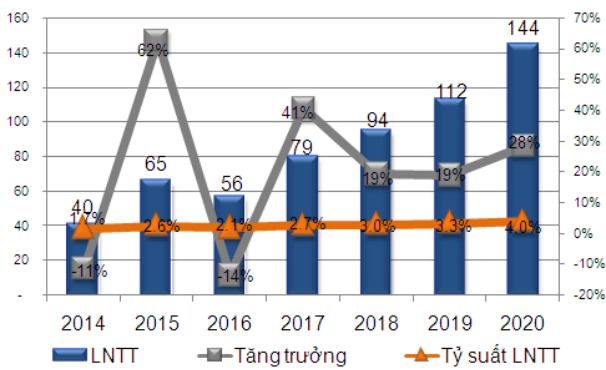
Lợi nhuận trước thuế

Giai đoạn 2009 – 2013

Lợi nhuận trước thuế nhìn chung không biến động cùng chiều với lợi nhuận gộp chủ yếu do chi phí bán hàng và chi phí lãi vay biến động không ổn định. Đặc biệt, trong năm 2012, dù lợi nhuận gộp tăng 25,7%, nhưng lợi nhuận trước thuế vẫn giảm 45,3% do chi phí bán hàng tăng 22,4% và chi phí lãi vay tăng mạnh 32,5% (khi dư nợ vay 2012 tăng mạnh khoảng 69%). Lợi nhuận trước thuế năm 2013 có cải thiện trở lại theo lợi nhuận gộp (tăng lần lượt là 78,1% và 57,8% so với 2012), nhưng vẫn thấp hơn lợi nhuận trước thuế của năm 2010 và 2011 (dù lợi nhuận gộp năm 2013 cao hơn hẳn). Điều này là do chi phí bán hàng và chi phí lãi vay năm 2013 tăng mạnh so với năm 2010 và 2011. Chi phí bán hàng 2013 ước khoảng 197 tỷ đồng so với 141 tỷ đồng và 96 tỷ đồng của năm 2010 và 2011. Chi phí lãi vay năm 2013 ước khoảng 64,7 tỷ đồng so với 32,4 tỷ đồng và 48,3 tỷ đồng của 2010 và 2011 (do dự nợ vay của công ty tăng mạnh từ 280 tỷ đồng năm 2010 lên 476 tỷ đồng năm 2011 và cuối 2013 dự kiến đạt 958 tỷ đồng).



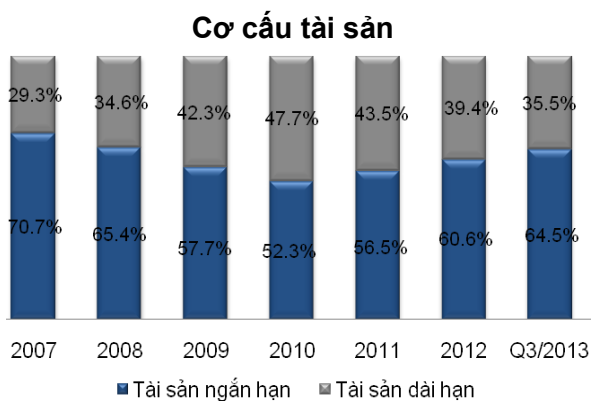
Nguồn: ANV, FPTs tính toán

Dự báo lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)


Nguồn: FPT S dự báo

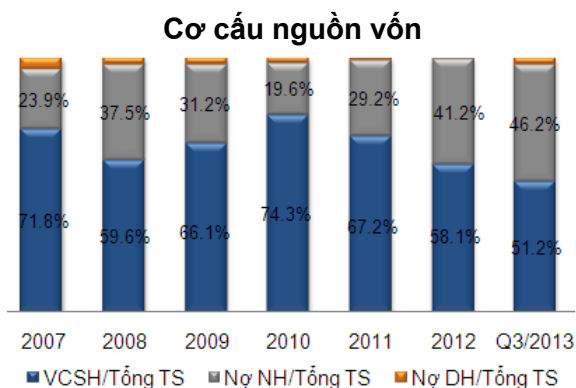
Về dài hạn 2014 - 2020

Theo như tính toán doanh thu và các chi phí ở trên, lợi nhuận trước thuế sau khi giảm 11,3% năm 2014, sẽ có xu hướng tăng dần từ 2015 - 2020 với mức tăng bình quân 23,7%/năm. Lợi nhuận trước thuế tăng dần chủ yếu do: (1) Doanh thu tăng dần qua các năm, bình quân giai đoạn 2014 – 2021 tăng 5,64%/năm; (2) tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện dần, từ 13,8% năm 2014 lên 18% năm 2020.

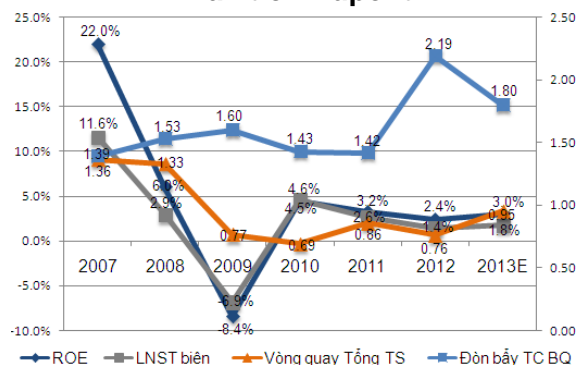
Tình hình tài chính
Cơ cấu tài sản


Tài sản ngắn hạn của Nam Việt đã tăng mạnh từ 1.012 tỷ đồng đầu năm 2011 lên 1.751 tỷ đồng cuối Q3/2013. Trong đó, chiếm tỷ trọng lớn nhất là các khoản phải thu ngắn hạn và hàng tồn kho. Tỷ trọng các khoản phải thu ngắn hạn sau khi giảm từ 30,3% năm 2010 xuống 23,3% năm 2012, đã tăng mạnh trở lại 28,4% đến cuối Q3/2013 do doanh thu xuất khẩu trong 9T/2013 tăng mạnh 41% (chủ yếu từ thị trường Châu Mỹ, Châu Á, Mỹ), nhưng công nợ phải thu cuối Q3/2013 của công ty chỉ tăng 36% so với đầu năm. Điều này cho thấy công ty đã rút ngắn được số ngày phải thu của khách hàng rất tích cực (từ 152,55 ngày năm 2012 xuống còn khoảng 104 ngày của năm 2013). Tỷ trọng hàng tồn kho đã tăng khá mạnh trong 2 năm qua (tăng vọt từ 18,1% năm 2011 lên 31,3% cuối Q3/2013) do công ty đẩy mạnh hoạt động sản xuất thức ăn, nuôi trồng và chế biến trong năm 2012 và 2013, khiến chi phí sản xuất kinh doanh dở dang cuối 2013 tăng gấp hơn 3 lần đầu năm 2012 và thành phẩm tồn kho cũng tăng mạnh 64,3% trong cùng giai đoạn này. Do nguồn vốn bị chiếm dụng nhiều hơn vào hoạt động nuôi trồng và khoản phải thu khách hàng nên lượng tiền mặt của công ty đã giảm mạnh từ 150 tỷ đầu 2012 xuống còn 45 tỷ cuối Q3/2013, tương ứng tỷ trọng tiền mặt giảm từ 7% đầu 2012 xuống còn 1,7% cuối Q3/2013.

Trong năm 2012 – 2013, Nam Việt đã đầu tư mạnh vào vùng nuôi 150 ha và nhà máy thức ăn cá tra, giúp tài sản cố định tăng thêm khoảng 100 tỷ đồng. Ngoài ra, các khoản đầu tư dài hạn đang tăng dần về giá trị tuyệt đối (tỷ trọng tăng từ 13% năm 2011 lên 16,2% cuối Q3/2013) khi công ty đẩy mạnh đầu tư vào các công ty liên doanh liên kết, trong đó chủ yếu là việc đầu tư mạnh vào CTCP DAP số 2 – Vinachem, với giá trị đến cuối Q3/2013 là 205,7 tỷ đồng và cuối 2013 là 250 tỷ đồng.

Cơ cấu nguồn vốn


Tỷ trọng nợ ngắn hạn sau khi giảm giai đoạn 2008 – 2010 đã tăng dần trở lại trong giai đoạn 2010 – Q3/2013, điều này là do chủ trương đẩy mạnh đầu tư vùng nuôi và nhà máy thức ăn từ cuối năm 2011, nên nhu cầu vốn lưu động cho vùng nuôi, nhà máy thức ăn, nhà máy chế biến cũng ngày càng cao. Trong khi tỷ trọng nợ dài hạn hầu như không đáng kể.

Phân tích Dupont


Nguồn: ANV, FPTS tính toán

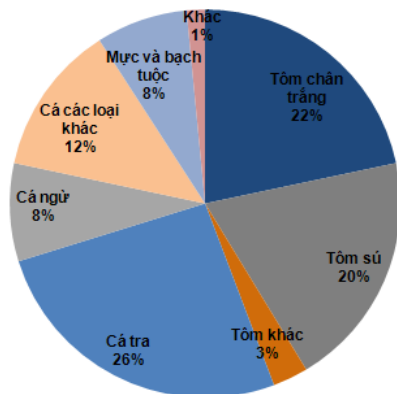
Phân tích Dupont

ROE của Nam Việt hầu như biến động theo tỷ suất lợi nhuận sau thuế. Năm 2013, ROE có sự cải thiện lên 3% (từ 2,4% của 2012) do sự cải thiện của tỷ suất lợi nhuận sau thuế (từ 1,4% năm 2012 lên 1,8% năm 2013) và hiệu quả sử dụng tài sản (tăng từ 0,76 vòng năm 2012 lên 0,95 vòng năm 2013).

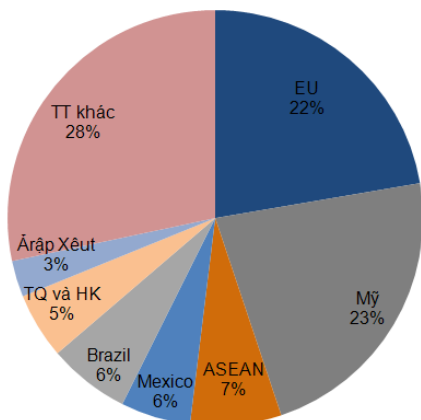
PHỤ LỤC

TỔNG QUAN NGÀNH CÁ TRA

Cơ cấu xuất khẩu cá tra so với các loài thủy sản khác trong 10T/2013



Cơ cấu giá trị xuất khẩu cá tra Việt Nam sang các thị trường trong 10T/2013



Nguồn: Vasep, FPTs tổng hợp

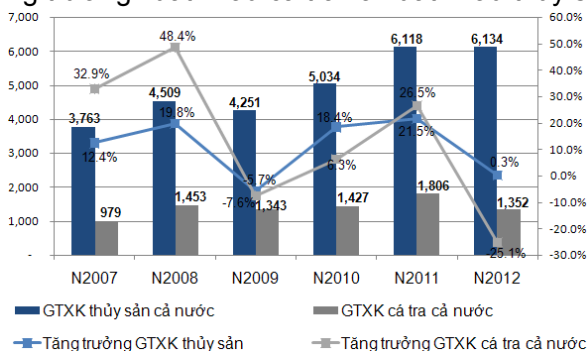
Tổng quan ngành

Với lợi thế nằm ở hạ nguồn của sông Mekong, hoạt động nuôi trồng, chế biến cá tra xuất khẩu đã phát triển rất mạnh ở Việt Nam trong các năm qua. Cá tra luôn giữ vai trò là sản phẩm thủy sản xuất khẩu chủ lực thứ hai của Việt Nam (sau tôm) với giá trị xuất khẩu qua các năm chiếm khoảng 25-30% tổng giá trị xuất khẩu thủy sản của cả nước.

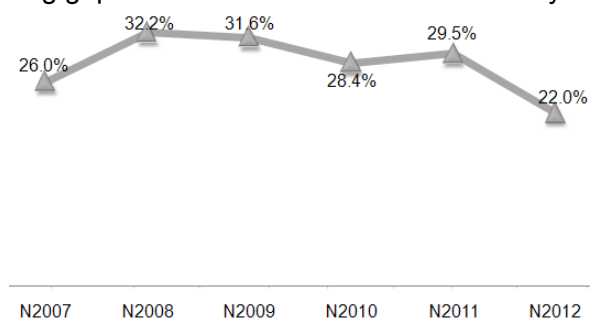
Việt Nam đã trở thành quốc gia xuất khẩu cá tra lớn nhất thế giới, chiếm hơn 90% kim ngạch xuất khẩu cá tra toàn cầu. Các sản phẩm cá tra của Việt Nam đã được xuất khẩu đi hơn 100 thị trường với tổng giá trị xuất khẩu trong 10T/2013 đạt hơn 1.447 triệu USD. Các thị trường nhập khẩu cá tra lớn nhất của Việt Nam lần lượt là Mỹ, EU, Asean, Mexico, Brazil, Trung Quốc...

Trong các năm 2007, 2008, 2011, xuất khẩu cá tra đạt mức tăng trưởng cao hơn so với mức tăng trưởng thủy sản cả nước khi điều kiện kinh doanh thuận lợi (hoạt động nuôi trồng thuận lợi, nhu cầu nhập khẩu ở các thị trường cao, giúp giá xuất khẩu bình quân cải thiện mạnh...). Tuy nhiên, trong các năm 2010, 2012, 2013 xuất khẩu cá tra lại đạt tăng trưởng thấp hơn xuất khẩu cả ngành thủy sản do điều kiện kinh doanh gặp khó khăn hơn, đặc biệt năm 2012 - 2013 là năm vô vàn khó khăn của ngành cá tra khi sản lượng nuôi trồng tăng mạnh, trong khi xuất khẩu gặp trở ngại ở thị trường EU do nhu cầu giảm mạnh, thị trường Mỹ tuy sản lượng xuất khẩu tăng nhưng giá bán lại giảm mạnh, các thị trường chủ lực khác như Mexico... cũng bị suy giảm.

Tăng trưởng xuất khẩu cá tra và xuất khẩu thủy sản



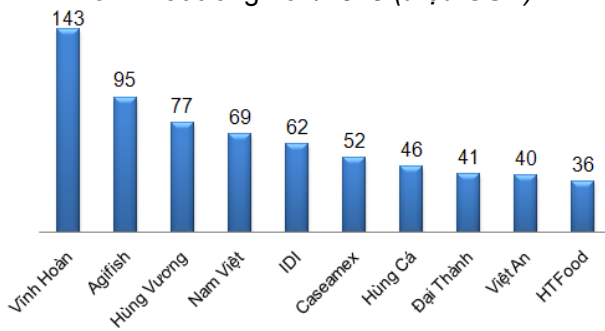
Đóng góp xuất khẩu cá tra vào xuất khẩu thủy sản



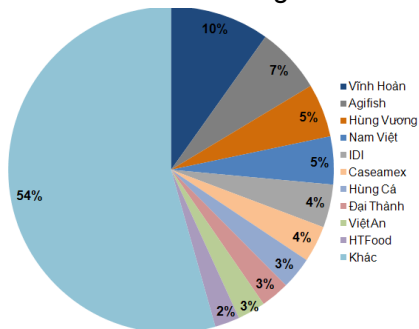
Nguồn: Vasep, FPTs tổng hợp

Sau thời gian phát triển ồ ạt, số lượng doanh nghiệp cá tra Việt Nam đã giảm đáng kể từ đầu 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 10T/2013, 10 doanh nghiệp xuất khẩu cá tra lớn nhất chiếm khoảng 46% giá trị xuất khẩu cá tra của cả nước. Nếu tách riêng Hùng Vương và Agifish, thì Vĩnh Hoàn vẫn là doanh nghiệp xuất

Giá trị xuất khẩu của 10 doanh nghiệp cá tra lớn nhất trong 10T/2013 (triệu USD)

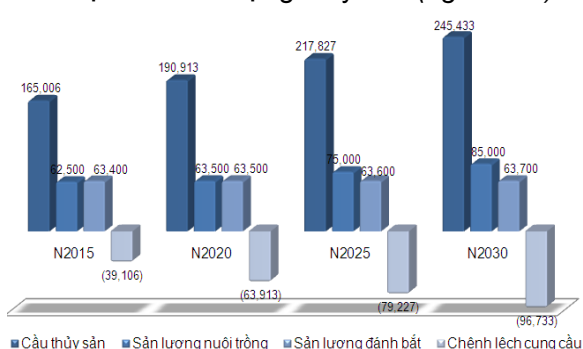


Cơ cấu từng doanh nghiệp so với tổng giá trị cá tra xuất khẩu trong 10T/2013



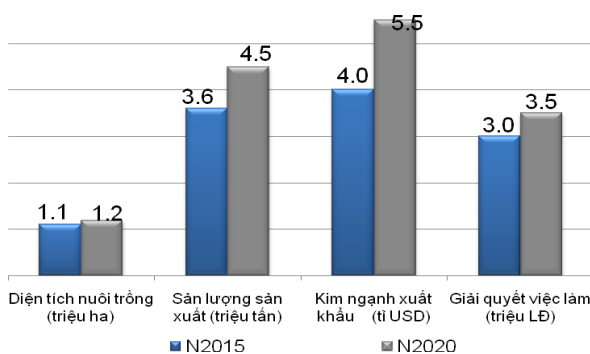
Nguồn: Vasep, FPTs tổng hợp

Dự báo sản lượng thủy sản (nghìn MT)



Nguồn: FAO

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



khẩu cá tra lớn nhất, nhưng nếu hợp nhất toàn tập đoàn, thì Hùng Vương là doanh nghiệp có kim ngạch xuất khẩu cá tra lớn nhất cả nước.

Triển vọng tăng trưởng của ngành cá tra 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 160,5 triệu MT¹ (tăng bình quân 3%/năm từ 2011 - 2015), 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, cá tra nằm trong nhóm cá da trơn, giữ 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 cá tra sẽ cao hơn tăng trưởng chung của cả ngành thủy sản.

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.

Dù hiện tại hoạt động của các doanh nghiệp trong ngành cá tra 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 gia tăng kim ngạch xuất khẩu cá tra, cơ hội phát triển trong dài hạn cho các doanh nghiệp chế biến cá tra xuất khẩu vẫn khá lớn, đặc biệt là những doanh nghiệp lớn có nền tảng hoạt động tốt và nguồn nguyên liệu ổn định như Nam Việt.

Loài thủy sản	Sản lượng	Tăng trưởng BQ 2011-2020
Cá tra	1,5-2,0 triệu MT	4,80%
Tôm	700.000 MT	5,76%
Nhuễn thể 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

Bảng số liệu tài chính

KQKD (triệu đồng)	2013	2014	2015	2016
Doanh thu thuần	2,408,773	2,424,316	2,526,852	2,714,784
- Giá vốn hàng bán	2,051,571	2,088,934	2,143,241	2,319,895
Lợi nhuận gộp	357,202	335,382	383,611	394,890
- Chi phí bán hàng	197,038	172,126	184,460	195,464
- Chi phí quản lí DN	69,734	63,032	65,698	67,870
Lợi nhuận thuần HDKD	90,431	100,224	133,452	131,555
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	19,135	0	0	0
- Lợi nhuận khác	367	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay	109,933	100,224	133,452	131,555
- Chi phí lãi vay	64,675	60,087	68,260	75,188
Lợi nhuận trước thuế	45,258	40,137	65,192	56,367
- Thuế TNDN	2,532	2,007	3,260	11,273
LNST	47,790	42,143	68,452	67,641
- Lợi ích cổ đông thiểu số	508	572	929	676
LNST của cổ đông CT Mẹ	42,218	37,558	61,004	44,418
EPS (đ)	644	572	930	677
EBITDA	206,793	191,564	230,522	228,625
Khấu hao	96,861	91,341	97,069	97,069
Tăng trưởng doanh thu thuần	37.9%	0.6%	4.2%	7.4%
Tăng trưởng LNTT	90.8%	-11.8%	62.4%	-1.2%
Tăng trưởng EBIT	-0.2%	-8.8%	33.2%	-1.4%
Tăng trưởng EPS	23.5%	-11.0%	62.4%	-27.2%
Khả năng sinh lợi	2013	2014	2015	2016
Tỷ suất lợi nhuận gộp	14.8%	13.8%	15.2%	14.5%
Tỷ suất LNST	2.0%	1.7%	2.7%	2.5%
ROE DuPont	3.0%	2.7%	4.4%	3.2%
ROA DuPont	1.7%	1.5%	2.5%	1.8%
Tỷ suất EBIT	4.6%	4.1%	5.3%	4.8%
LNTT / LNST	105.6%	105.0%	105.0%	120.0%
LNTT / EBIT	41.2%	40.0%	48.9%	42.8%
Vòng quay tổng TS	1.0	1.0	1.1	1.2
Đòn bẩy tài chính	1.8	1.8	1.7	1.7
ROIC	2.1%	1.9%	3.2%	3.2%
Hiệu quả vận hành	2013	2014	2015	2016
Số ngày phải thu	141.0	140.6	138.2	134.7
Số ngày tồn kho	104.0	112.1	102.9	101.4
Số ngày phải trả	43.7	48.8	47.5	44.0
Thời gian luân chuyển tiền	201.3	203.8	193.6	192.0
COGS / Hàng tồn kho	2.6	2.6	2.6	2.7
Thanh khoản/đòn bẩy TC	2013	2014	2015	2016
CS thanh toán hiện hành	1.48	1.62	1.72	1.73
CS thanh toán nhanh	0.78	0.80	0.86	0.86
CS thanh toán tiền mặt	0.05	0.06	0.07	0.07
Nợ / Tài sản	0.38	0.33	0.31	0.33
Nợ / Vốn sử dụng	0.41	0.36	0.35	0.36
Nợ / Vốn CSH	0.68	0.56	0.53	0.57
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0.34	0.30	0.29	0.31
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0.04	0.03	0.03	0.02
Khả năng TT lãi vay	1.70	1.67	1.96	1.75

ĐKKT (triệu đồng)	2013	2014	2015	2016
Tài sản				
+ Tiền và tương đương	60,219	60,608	63,171	67,870
+ Đầu tư TC ngắn hạn	9,867	0	0	0
+ Các khoản phải thu	791,253	697,406	726,903	780,965
+ Hàng tồn kho	808,258	801,235	822,065	889,823
+ Tài sản ngắn hạn khác	37,714	37,714	37,714	37,714
Tổng tài sản ngắn hạn	1,707,311	1,596,963	1,649,853	1,776,372
+ Nguyên giá TSDH	664,939	779,514	779,514	779,514
+ Khấu hao lũy kế	-506,221	-578,444	-656,396	-734,347
+ TSDH ròng	158,718	201,070	123,119	45,167
+ Đầu tư tài chính dài hạn	439,845	439,845	439,845	439,845
+ Tài sản dài hạn khác	24,759	24,759	24,759	24,759
Tổng tài sản dài hạn	846,491	765,531	678,842	592,153
Tổng Tài sản	2,553,803	2,362,494	2,328,696	2,368,525
Nợ & Vốn CSH	2013	2014	2015	2016
+ Phải trả ngắn hạn	279,641	279,489	278,661	281,285
+ Vay và nợ ngắn hạn	868,011	701,302	669,857	730,633
+ Phải trả ngắn hạn khác	6,040	7,918	10,968	13,189
Nợ ngắn hạn	1,153,691	988,709	959,487	1,025,107
+ Vay và nợ dài hạn	90,337	76,422	61,627	41,627
+ Phải trả dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn	90,337	76,422	61,627	41,627
Tổng nợ	1,244,028	1,065,132	1,021,114	1,066,735
+ Vốn điều lệ	660,000	660,000	660,000	660,000
+ LN chưa phân phối	156,437	133,072	131,981	115,133
Vốn chủ sở hữu	1,402,396	1,379,603	1,379,441	1,363,269
Tổng cộng nguồn vốn	2,646,424	2,444,735	2,400,555	2,430,004

Lưu chuyển tiền tệ (triệu đồng)	2013	2014	2015	2016
Tiền đầu năm	75,612	329,255	263,993	92,869
Lợi nhuận sau thuế	42,726	38,130	61,933	45,094
+ Khấu hao lũy kế	96,861	91,341	97,069	97,069
+ Điều chỉnh	0	0	0	0
+ Thay đổi vốn lưu động	-176,130	100,719	-51,155	-119,196
Tiền từ HĐKD	36,478	247,360	7,116	-89,782
+ Thanh lý TSCĐ	0	0	0	0
+ Chi mua sắm TSCĐ	63,709	0	0	0
+ Tăng (giảm) đầu tư	0	0	0	0
+ Các hoạt động đầu tư khác	0	0	0	0
Tiền từ HĐĐT	63,709	0	0	0
+ Cổ tức đã trả	0	-132,000	-132,000	-132,000
+ Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	79,905	-166,708	-31,445	60,776
+ Thay đổi nợ dài hạn	73,552	-13,915	-14,795	-20,000
+ Các hoạt động TC khác	0	0	0	0
Tiền từ HĐTC	153,457	-180,623	-46,240	40,776
Tổng lưu chuyển tiền tệ	253,643	-65,263	-171,124	-181,006
Tiền cuối năm	329,255	263,993	92,869	-88,137

DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ**Diễn giải về mức khuyến nghị đầu tư**

Mức khuyến nghị trên dựa vào việc xác định mức chênh lệch giữa giá trị tiềm năng so với giá trị thị trường hiện tại của mỗi cổ phiếu nhằm cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư có giá trị trong vòng 12 tháng kể từ ngày đưa ra khuyến nghị.

Mức kỳ vọng 18% được xác định dựa trên mức lãi suất trái phiếu Chính phủ 12 tháng cộng với mức phân bù rủi ro thị trường cổ phiếu tại Việt Nam.

Khuyến nghị	Diễn giải
Kỳ vọng 12 tháng	
Mua	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường trên 18%
Thêm	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường trong khoảng 7% đến 18%
Theo dõi	Nếu giá mục tiêu so với giá thị trường từ -7% đến 7%
Giảm	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trong khoảng -7% đến -18%
Bán	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên -18%

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**

100 Quang Trung, Quận Hải Châu, Tp.Đà
Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.511) 3553 666
Fax: (84.511) 3553 888