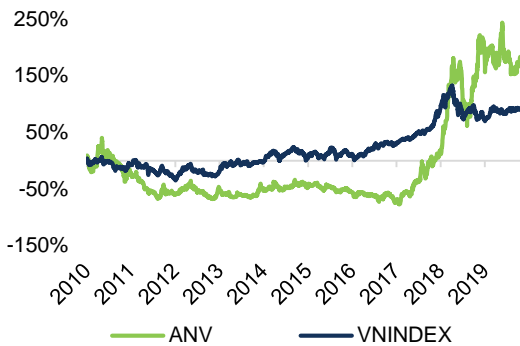


**CÔNG TY CỔ PHẦN NAM VIỆT (HSX: ANV)**
**Lâm Mẫn Nhi**

Chuyên viên phân tích

 Email: [nhilm@fpts.com.vn](mailto:nhilm@fpts.com.vn)

Điện thoại: (84.28) - 6290 8686 - Ext : 7584

**Giá thị trường (đồng/cp)**
**25.800**
**Khuyến nghị**
**Giá mục tiêu (đồng/cp)**
**28.200**
**THEO DÕI**
**Chênh lệch:**
**+9%**
**Diễn biến giá cổ phiếu ANV**

**BÀI TOÁN TĂNG TRƯỞNG BỀN VỮNG TRONG TƯƠNG LAI**

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu **ANV – CTCP Nam Việt** niêm yết trên sàn HSX. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh P/E, chúng tôi xác định giá mục tiêu cổ phiếu ANV là **28.200 đồng/cp**, cao hơn 9% so với mức giá hiện tại.

Chúng tôi cho rằng, tình hình hoạt động kinh doanh của ANV được cải thiện tích cực kể từ năm 2018 cùng các cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp và mảng cá tra giai đoạn tới phần lớn đã phản ánh vào đợt tăng giá cổ phiếu ANV trong thời gian vừa qua. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu ANV cho mục tiêu trung và dài hạn. Nhà đầu tư có thể xem xét chốt lời ở mức giá **28.200 đồng** (tương ứng mức sinh lời 9% so với mức giá đóng cửa ngày 06/11/2019 là 25.800 đồng/cp). Khuyến nghị này được đưa ra dựa trên các luận điểm chính như sau:

**► ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ**

- **Khả năng tự chủ 100% cá tra nguyên liệu đầu vào là động lực chính giúp ANV kiểm soát tốt biên lợi nhuận gộp.** Giai đoạn 2015-2018, giá cá tra nguyên liệu trên thị trường có xu hướng tăng, tuy nhiên nhờ khả năng có thể cung cấp toàn bộ lượng cá tra thương phẩm thông qua hoạt động nuôi trồng để phục vụ sản xuất, đã giúp ANV hạn chế ảnh hưởng từ bên ngoài, tỷ suất lợi nhuận gộp tăng từ 15% lên mức 21%, cao hơn khoảng 2 điểm phần trăm so với trung bình các doanh nghiệp trong mảng.

- **Xuất khẩu sang thị trường châu Âu kỳ vọng được hưởng lợi nhờ ưu đãi thuế từ Hiệp định thương mại tự do giữa Việt Nam và EU (EVFTA).** Xuất khẩu cá tra sang thị trường EU chiếm khoảng 13% tổng doanh thu của ANV (năm 2018), sẽ được hưởng lợi khi thuế suất xuất khẩu của các mặt hàng cá tra phi-lê giảm về 0% từ mức 5,5%-9% theo lộ trình sau 3 năm hiệp định có hiệu lực (dự kiến năm 2020). Đây là điều kiện thuận lợi để ANV gia tăng giá trị xuất khẩu sang thị trường EU.

- **Dự án nuôi trồng thủy sản công nghệ cao Bình Phú dự kiến hoàn thành trong năm 2020 được kỳ vọng giúp ANV phát huy lợi thế về quy mô, tiết kiệm chi phí.** Dự án nuôi trồng cá tra giống (150 ha) và cá tra nguyên liệu (450 ha) trên diện tích tập trung, dự kiến với công suất tối đa sẽ cung cấp khoảng 360 triệu con giống và 200.000 tấn cá tra thương phẩm mỗi năm, gấp khoảng 2 lần so với sản lượng tối đa cung ứng hiện tại. Chúng tôi đánh giá dự án

**Thông tin giao dịch**
**06/11/2019**

Giá hiện tại (đồng/cp)	25.800
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	32.500
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	22.300
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	127,5
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	129,6
KLGD bình quân 10 ngày (cp)	630.509
% sở hữu nước ngoài	2,03
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	1.275
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.461
P/E trailing 12 tháng (lần)	4,05
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	6.366

**Tổng quan doanh nghiệp**

Tên	CTCP Nam Việt
Địa chỉ	19D, Trần Hưng Đạo, phường Mỹ Quý, thành phố Long Xuyên, tỉnh An Giang
Doanh thu chính	Chế biến cá tra xuất khẩu
Chi phí chính	Chi phí nuôi cá tra nguyên liệu, chi phí lao động
Lợi thế cạnh tranh	Là doanh nghiệp xuất khẩu cá tra lớn thứ 3 cả nước; Tự chủ 100% cá tra nguyên liệu đầu vào
Rủi ro chính	Diễn biến thời tiết, dịch bệnh; Rào cản thương mại, kỹ thuật của thị trường xuất khẩu;

này sẽ là đòn bẩy giúp ANV khép kín hoàn toàn chuỗi giá trị nhằm thúc đẩy lợi nhuận trong tương lai.

#### **► RỦI RO ĐẦU TƯ**

- **Hoạt động nuôi trồng cá tra phụ thuộc lớn vào diễn biến thời tiết, dịch bệnh và ô nhiễm môi trường:** hiện nay với tình hình biến đổi khí hậu ngày càng tiêu cực, dịch bệnh diễn biến khó lường và tình trạng môi trường suy thoái,... làm ảnh hưởng đáng kể đến kết quả nuôi trồng và chất lượng cá tra thương phẩm.
- **Rủi ro rào cản kỹ thuật và thương mại tại các thị trường xuất khẩu:** ngoài các quy định ngày càng khắt khe về tiêu chuẩn chất lượng, một số thị trường còn áp đặt hàng rào thương mại nhằm bảo hộ hoạt động sản xuất trong nước. Điển hình là tại thị trường Mỹ, cá tra Việt Nam xuất khẩu sang Mỹ phải chịu thuế chống bán phá giá (CBPG) kể từ năm 2003 cho đến nay. Hiện tại, theo kết quả của đợt xem xét hành chính lần thứ 14 (POR14), ANV đang chịu mức thuế bằng với mức thuế suất áp dụng cho toàn quốc là 2,39 USD/kg khi xuất khẩu cá tra vào thị trường này.
- **Rủi ro lãi suất:** thời điểm cuối quý III/2019, tổng dư nợ vay ngắn hạn và dài hạn của ANV là 1.427 tỷ đồng, chiếm khoảng 36% tổng tài sản, tăng 13% so với cuối năm 2018. Chúng tôi dự phóng nợ vay của ANV có khả năng tiếp tục tăng trong bối cảnh công ty đang cần nguồn tài trợ cho dự án nuôi trồng thủy sản công nghệ cao Bình Phú (vốn đầu tư công ty dự kiến là 4.000 tỷ đồng), do vậy, diễn biến của lãi suất sẽ phần nào ảnh hưởng đến kết quả hoạt động kinh doanh của ANV.

#### **► CÁC YẾU TỐ CẦN THEO DÕI**

- **Tình hình triển khai và hiệu quả của Dự án nuôi trồng thủy sản công nghệ cao Bình Phú:** với quy mô vùng nuôi lớn, công suất dự kiến lên đến 200.000 tấn cá tra/năm, gấp hơn 3 lần so với sản lượng xuất khẩu của ANV giai đoạn 2014-2018 trung bình chỉ khoảng 60.000 tấn/năm. Nguồn cung tăng mạnh, trong khi tình hình tiêu thụ tại các thị trường xuất khẩu chưa thực sự ổn định, do đó diễn biến nhu cầu tại các thị trường là yếu tố quan trọng cần theo dõi để đánh giá hiệu quả của dự án nuôi trồng cá tra Bình Phú.
- **Kết quả kinh doanh phụ thuộc lớn vào đối tác chiến lược tại thị trường Trung Quốc:** giá trị xuất khẩu cá tra của ANV sang thị trường Trung Quốc tăng trưởng mạnh sau khi hợp tác với đối tác Shanghai Fenglei International Trading từ giữa năm 2018. Tính đến thời điểm 9 tháng đầu năm 2019, doanh thu từ thị trường Trung Quốc tiếp tục tăng, chiếm khoảng 32% tổng doanh thu của ANV. Tuy nhiên, việc hợp tác độc quyền với một đối tác duy nhất tại thị trường chính khiến kết quả hoạt động xuất khẩu của ANV phụ thuộc lớn vào tình hình thương mại giữa ANV và đối tác này.

## I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

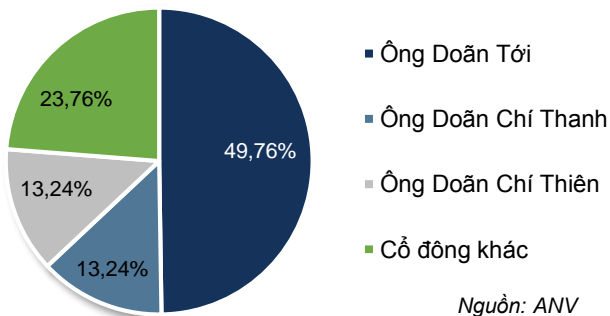


Nguồn: ANV

**CTCP Nam Việt** (HSX: ANV) được thành lập năm 1993 dưới hình thức công ty TNHH với chức năng kinh doanh ban đầu là xây dựng dân dụng và công nghiệp. Đến năm 2000, công ty quyết định mở rộng đầu tư sang lĩnh vực chế biến thủy sản. Tháng 10/2006, chuyển đổi sang mô hình công ty cổ phần với hoạt động kinh doanh chính là chế biến cá tra phi-lê đông lạnh xuất khẩu.

Cuối năm 2007, CTCP Nam Việt chính thức niêm yết trên sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM với mã chứng khoán là ANV. Tính đến nay, vốn điều lệ của công ty đạt khoảng hơn 1.275 tỷ đồng.

### Cơ cấu cổ đông ANV (tại ngày 06/11/2019)

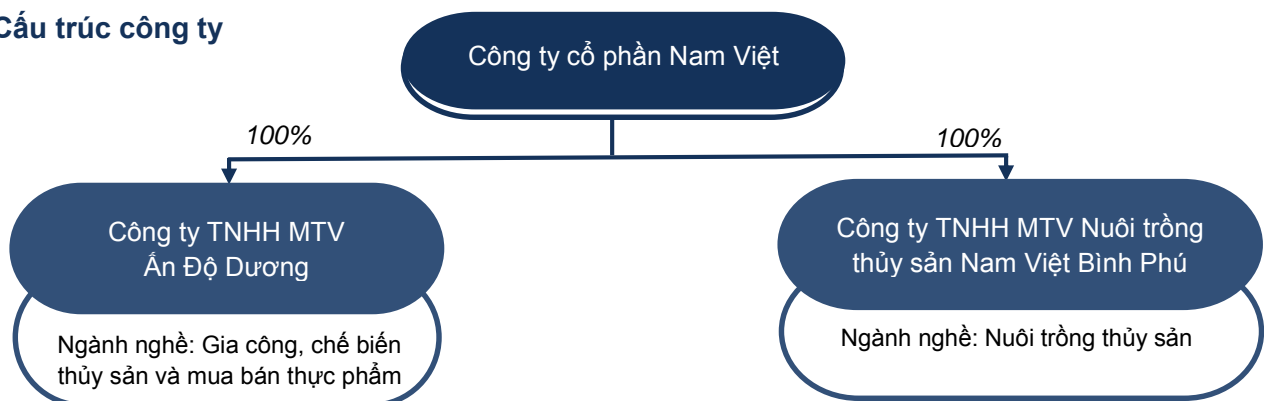


- Ông Doãn Tới
- Ông Doãn Chí Thanh
- Ông Doãn Chí Thiên
- Cổ đông khác

Cơ cấu cổ đông của ANV khá cô đặc. Cụ thể, tỷ lệ sở hữu của ba thành viên Hội đồng quản trị công ty chiếm hơn 75% cổ phần, trong đó, tỷ lệ sở hữu của ông Doãn Tới – chủ tịch Hội đồng quản trị công ty là 49,76%, 2 con trai của ông là ông Doãn Chí Thanh và ông Doãn Chí Thiên đồng tỷ lệ sở hữu với 13,24%.

Nguồn: ANV

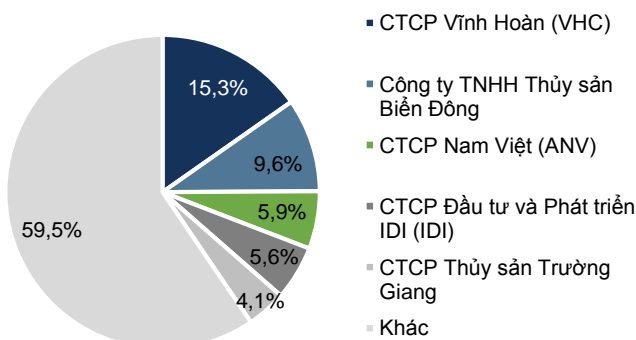
### Cấu trúc công ty



Nguồn: ANV

### ANV thuộc top 03 doanh nghiệp xuất khẩu cá tra lớn nhất Việt Nam

#### Thị phần các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra lớn nhất Việt Nam năm 2018



Nguồn: Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu thủy sản Việt Nam (VASEP), FPTS tổng hợp

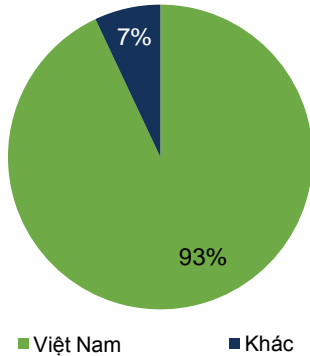
Hoạt động trong lĩnh vực nông nghiệp nói chung và thủy sản nói riêng ngày càng gặp nhiều khó khăn, buộc nhiều doanh nghiệp không đủ sức cạnh tranh phải rời khỏi ngành. Do đó, thị phần ngày càng tập trung vào các doanh nghiệp có quy mô sản xuất lớn.

Năm 2018, tổng thị phần xuất khẩu của 05 doanh nghiệp lớn nhất mảng cá tra Việt Nam có mức tăng trưởng nhẹ, đạt 40% từ mức 35% của năm 2017. Trong đó, ANV đứng thứ 03 với giá trị xuất khẩu cá tra chiếm 5,9% tổng giá trị xuất khẩu cá tra của cả nước, tăng nhẹ so với thị phần 4,8% năm 2017.

## II. TỔNG QUAN MẢNG CÁ TRA VIỆT NAM

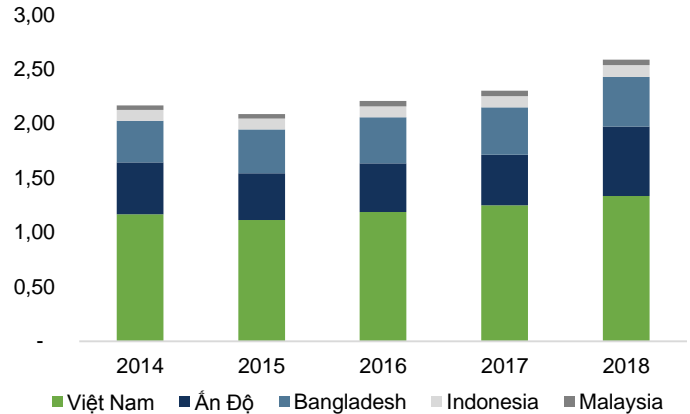
### 1. Việt Nam chiếm thị phần xuất khẩu cá tra lớn nhất thế giới

Thị phần xuất khẩu cá tra của Việt Nam trên thế giới năm 2018



Nguồn: International Trade Center (ITC), FPTS tổng hợp

Sản lượng sản xuất cá tra trên thế giới phân theo quốc gia giai đoạn 2014-2018 (triệu tấn)

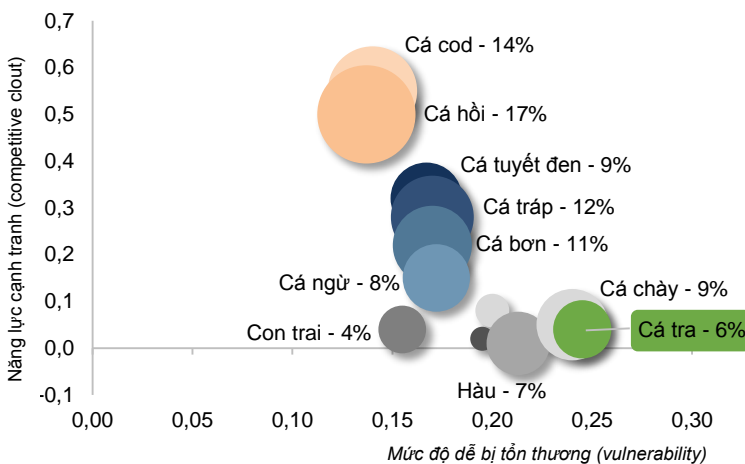


Nguồn: Global Outlook for Aquaculture Leadership (GOAL), FPTS tổng hợp

Năm 2018, theo thống kê của Trung tâm Thương mại Quốc tế - ITC, Việt Nam chiếm khoảng 93% thị phần xuất khẩu cá tra trên toàn thế giới với sản lượng sản xuất chiếm hơn ½ sản lượng cá tra toàn cầu. Lợi thế nổi bật này là nhờ vị trí địa lý, đặc điểm thổ nhưỡng của Việt Nam, đặc biệt là khu vực đồng bằng sông Cửu Long sở hữu các điều kiện tự nhiên, sinh thái thuận lợi, thích hợp cho hoạt động nuôi trồng cá tra cũng như quy mô nuôi trồng cá tra của các quốc gia khác như Ấn Độ, Bangladesh, Indonesia, Malaysia,... còn khá nhỏ, chất lượng thịt kém hơn, do đó hầu như chỉ mới đủ đáp ứng cho nhu cầu tiêu thụ nội địa.

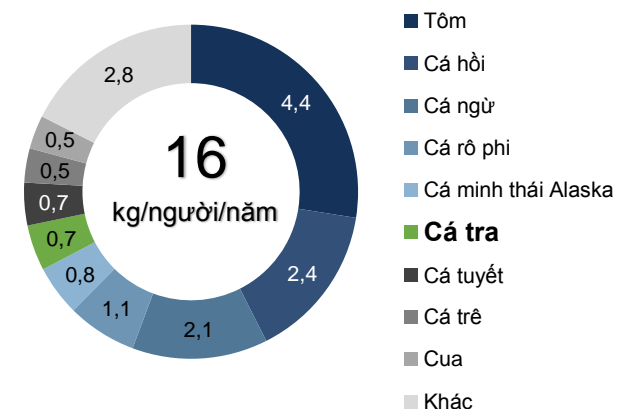
### 2. Xuất khẩu cá tra của Việt Nam cạnh tranh gay gắt với các mặt hàng thủy sản khác trên thế giới

Vị thế cạnh tranh giữa một số loài thủy sản trên thế giới



Nguồn: PrimeFish, Horizon 2020 Programme, FPTS tổng hợp

Cơ cấu tiêu thụ thủy sản theo loài tại Mỹ năm 2017 (kg/người/năm)



Nguồn: National Oceanic and Atmospheric Administration (NOAA), FPTS tổng hợp

Mặc dù chiếm thị phần xuất khẩu cá tra lớn nhất thế giới nhưng cá tra Việt Nam phải đối mặt cuộc chiến cạnh tranh gay gắt với các loài cá thịt trắng thay thế cũng như các loài thủy sản khác trên phạm vi toàn cầu. Tuy nhiên, nhờ giá bán tương đối thấp hơn so với trung bình các loài thủy sản khác mà cá tra Việt Nam vẫn có những lợi thế nhất định tại các thị trường xuất khẩu. [\(xem thêm Phụ lục 1: Giá bán của một số loài thủy sản trên thế giới\)](#)

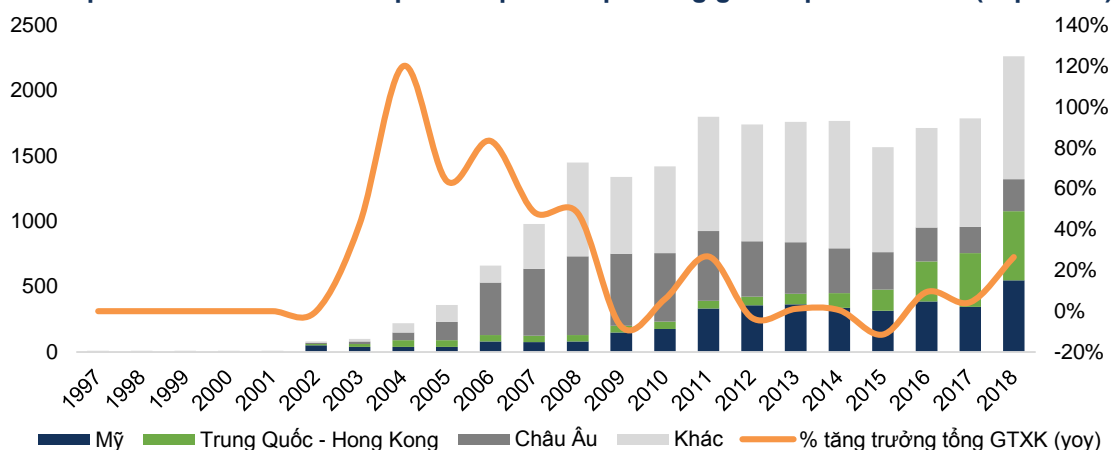
Theo kết quả nghiên cứu về vị thế cạnh tranh của một số loài thủy sản trên toàn thế giới của dự án Primefish thuộc chương trình về Nghiên cứu và Đổi mới, Sáng tạo của Liên minh châu Âu (EU) – Horizon 2020, thị phần của cá tra chỉ chiếm khoảng 6%, khá thấp so với thị phần của các loài thủy sản khác được người tiêu dùng trên thế giới ưa chuộng như cá hồi (17%), cá tuyết Đại Tây Dương (cá cod - 14%), cá ngừ (8%),...

Với đặc điểm cấu tạo thớ thịt tương đồng, cá tra cùng với cá rô phi, cá minh thái Alaska, cá cá cod, cá trê,... được xếp với nhóm các loài cá thịt trắng. Mặc dù không phải là sản phẩm thay thế trực tiếp của nhau do thành phần dinh dưỡng khác biệt của mỗi loài cũng như khẩu vị đa dạng của người tiêu dùng, nhưng giữa các loài cá thịt trắng cũng xảy ra sự cạnh tranh tương đối. [\(xem thêm Phụ lục 2: Hình ảnh của một số loài cá thịt trắng\)](#)

Minh họa cơ cấu tiêu thụ thủy sản trung bình tại Mỹ vào năm 2017, tỷ lệ tiêu thụ giữa các loài cá này khá tương đồng, có trung bình khoảng 1,1kg cá rô phi, 0,8kg cá minh thái, 0,7kg cá tra, 0,7kg cá tuyết,... trong tổng số 16kg lượng thủy sản trung bình mà mỗi người tiêu thụ trong năm.

### 3. Dự báo nhu cầu tiêu thụ cá tra Việt Nam tăng 4%/năm trong giai đoạn 2019-2023 nhờ nhu cầu tiêu thụ thủy sản toàn cầu dự báo tích cực và ưu đãi thuế quan tại thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam

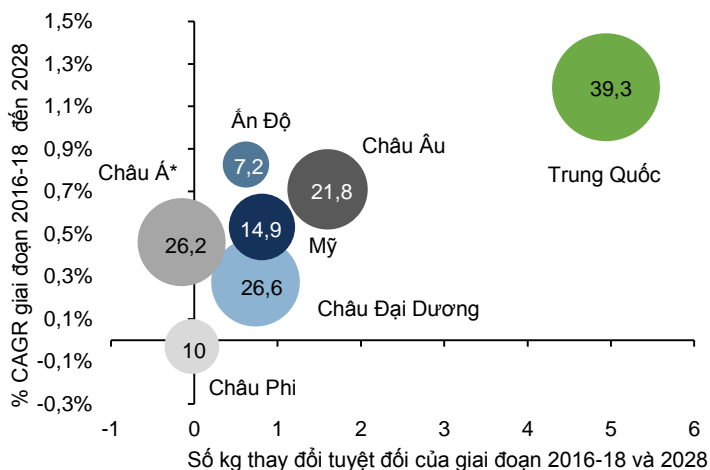
**Giá trị xuất khẩu cá tra của Việt Nam tại các thị trường giai đoạn 1997-2018 (triệu USD)**



Nguồn: VASEP, FPTS tổng hợp

Việt Nam bắt đầu xuất khẩu cá tra từ những năm 1990, khi đó giá trị xuất khẩu còn rất nhỏ, chỉ khoảng 1-2 triệu USD mỗi năm, tuy nhiên sau hành trình gần 30 năm vươn ra thế giới, với những nỗ lực chung của toàn ngành trong quá trình xây dựng và phát triển hình ảnh cá tra tại hơn 140 thị trường xuất khẩu, kim ngạch xuất khẩu cá tra Việt Nam đã ghi nhận con số hàng tỷ USD. Năm 2018, giá trị xuất khẩu cá tra Việt Nam đạt 2,26 tỷ USD, +26% yoy, trong đó, các thị trường xuất khẩu chính bao gồm Mỹ, Trung Quốc - Hồng Kông và châu Âu.

#### Dự phóng tăng trưởng lượng tiêu thụ thủy sản bình quân đầu người theo khu vực giai đoạn 2016-2028



(\*): ngoại trừ Trung Quốc và Ấn Độ.

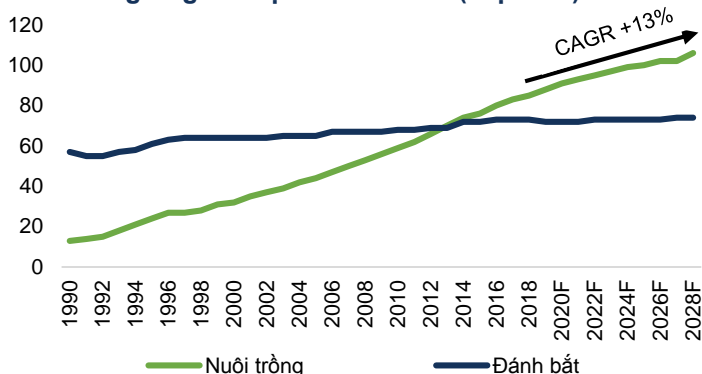
Ghi chú: kích thước các vòng tròn thể hiện lượng tiêu thụ thủy sản bình quân đầu người giai đoạn 2016-18 (đơn vị: số kg/người/năm)

Nguồn: OECD-FAO Agriculture Outlook 2019-2028, FPTS tổng hợp

Trong giai đoạn 5 năm tới (2019F-2023F), chúng tôi kỳ vọng ngành cá tra Việt Nam có nhiều cơ hội gia tăng giá trị xuất khẩu, cải thiện vị thế cạnh tranh tại các thị trường, dự báo nhu cầu tiêu thụ cá tra Việt Nam tăng 4%/năm, nhờ:

#### (1) Nhu cầu tiêu thụ thủy sản trên thế giới được dự báo tiếp tục tăng trưởng tích cực.

Theo dự báo của OECD-FAO (Tổ chức Phát triển Hợp tác Kinh tế - Tổ chức lương thực và Nông nghiệp thế giới) về triển vọng của ngành nông nghiệp thế giới giai đoạn 2016-2028, nhu cầu tiêu thụ thủy sản bình quân đầu người của các khu vực trên thế giới diễn biến tích cực, đặc biệt là Trung Quốc – quốc gia có lượng tiêu dùng thủy sản bình quân đầu người lớn nhất có tốc độ tăng trưởng khá cao, với tốc độ tăng trưởng hằng năm (CAGR) trong giai đoạn này khoảng 1,2%, tương đương mỗi người dân nước này tiêu dùng thêm khoảng 5kg thủy sản. Tiếp theo là các thị trường châu Âu, Mỹ, châu Á (ngoại trừ Trung Quốc và Ấn Độ) cũng được dự báo tăng trưởng khả quan với CAGR lần lượt là 0,7%/năm, 0,5%/năm và 0,5%/năm.

**Sản lượng thủy sản nuôi trồng và đánh bắt trên thế giới giai đoạn 1990-2028F (triệu tấn)**


Nguồn: Food And Agriculture Organization (FAO), FPTs tổng hợp

**(2) Nguồn cung thủy sản nuôi trồng phát triển mạnh nhằm mục tiêu duy trì đa dạng sinh học.**

Trước nhu cầu tiêu thụ thủy sản gia tăng, nguồn cung thủy sản trên thế giới cũng được FAO - Tổ chức Lương thực và Nông nghiệp thế giới dự báo có xu hướng cải thiện, với CAGR khoảng 13% trong giai đoạn 2018-2028F. Trong đó, xu hướng tiêu dùng thủy sản nuôi trồng được kỳ vọng phát triển mạnh, dần thay thế cho các sản phẩm thủy sản đánh bắt do mối lo ngại nguồn cung thủy sản tự nhiên sớm cạn kiệt.

**(3) Lợi thế từ ưu đãi thuế của Hiệp định thương mại tự do giữa Việt Nam và EU (EVFTA).**

Hiện nay, EU là thị trường xuất khẩu cá tra lớn thứ ba của Việt Nam. Hiệp định EVFTA dự kiến có hiệu lực vào năm 2020 kỳ vọng sẽ tạo nhiều điều kiện thuận lợi giúp Việt Nam nâng cao giá trị xuất khẩu cá tra sang thị trường này, nhờ thuế suất của các mặt hàng cá tra xuất khẩu chủ lực của Việt Nam sẽ được giảm dần từ mức 5,5%-9% về mức 0% sau 3 năm kể từ khi EVFTA có hiệu lực. Đây sẽ là "cánh cổng" lớn để Việt Nam đẩy mạnh xuất khẩu, gia tăng lợi thế cạnh tranh của cá tra so với các loài cá thịt trắng tại thị trường châu Âu.

**Thuế xuất khẩu cá tra sang thị trường châu Âu theo Hiệp định thương mại tự do Việt Nam – EU (EVFTA)**

Mã HS	Mô tả hàng hóa	Cơ cấu dòng sản phẩm xuất khẩu sang châu Âu năm 2018	Thuế suất cơ sở	Thuế EVFTA	Ghi chú
030272	Cá tra tươi hoặc ướp lạnh	3%	8%	0%	
030324	Cá tra đông lạnh	4%	8%	0%	Xóa bỏ dần sau 3 năm kể từ khi Hiệp định EVFTA có hiệu lực
030432	Cá tra phi-lê tươi hoặc ướp lạnh	8%	9%	0%	
030462	Cá tra phi-lê đông lạnh	85%	5,5%	0%	

Nguồn: International Trade Administration (ITA), FPTs tổng hợp

**4. Diễn biến thời tiết, dịch bệnh và rào cản thương mại tại các thị trường xuất khẩu gây nhiều khó khăn của hoạt động sản xuất và kinh doanh cá tra**

Bên cạnh các cơ hội, mảng cá tra Việt Nam vẫn còn nhiều khó khăn cần giải quyết khi chuỗi liên kết sản xuất còn chưa chặt chẽ cùng với tình hình diễn biến khó lường của thời tiết và dịch bệnh mà thường xuyên xảy ra tình trạng thiếu hụt hoặc dư thừa, ảnh hưởng mạnh đến diễn biến giá cá tra nguyên liệu trên thị trường. Ngoài ra, các rào cản thương mại tại các thị trường xuất khẩu cũng đang làm khó các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra Việt Nam.

Đầu tiên là ở thị trường Mỹ, ngoài các quy định về tiêu chuẩn chất lượng vô cùng khắt khe cần phải đảm bảo, cá tra Việt Nam xuất sang thị trường Mỹ còn bị áp thuế chống bán phá giá trong hơn 15 năm nay - kể từ năm 2003 ([xem thêm Phụ lục 3 – Diễn biến thuế chống bán phá giá cá tra của Việt Nam tại thị trường Mỹ](#)). Bên cạnh đó, hoạt động xuất khẩu cá tra Việt Nam còn bị ảnh hưởng đáng kể từ thị trường Trung Quốc khi quốc gia này ngày càng siết chặt các quy định về nhập khẩu thủy sản với nhiều tiêu chuẩn khắt khe hơn cùng với kế hoạch "nội địa hóa" cá tra đang được Chính phủ nước này khuyến khích và đầu tư, và đặc biệt là động thái phá giá đồng Nhân dân tệ trong bối cảnh tình hình chiến tranh thương mại Mỹ - Trung.

**Đánh giá chung:** Theo đánh giá của chúng tôi, các cơ hội đối với mảng cá tra Việt Nam trong ngắn hạn là không quá lớn, do lợi thế cạnh tranh của cá tra Việt Nam vẫn còn khá thấp trong khi các khó khăn nội tại từ mảng và thị trường xuất khẩu vẫn còn hiện diện. Do đó, các doanh nghiệp xuất khẩu mảng cá tra Việt Nam cần phát triển chặt chẽ chuỗi liên kết nhằm phát triển hình ảnh cá tra đảm bảo về chất lượng, an toàn vệ sinh thực phẩm, đáp ứng đầy đủ các yêu cầu về quy tắc xuất xứ, truy xuất nguồn gốc, đồng thời đa dạng thị trường xuất khẩu để giảm thiểu rủi ro, tăng trưởng bền vững và có thể tận dụng tối đa các cơ hội trong thời gian tới.

### III. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

#### 1. Các sản phẩm chính của ANV:


**Cá tra phi-lê**

**Cá tra phi-lê còn da, cắt miếng**

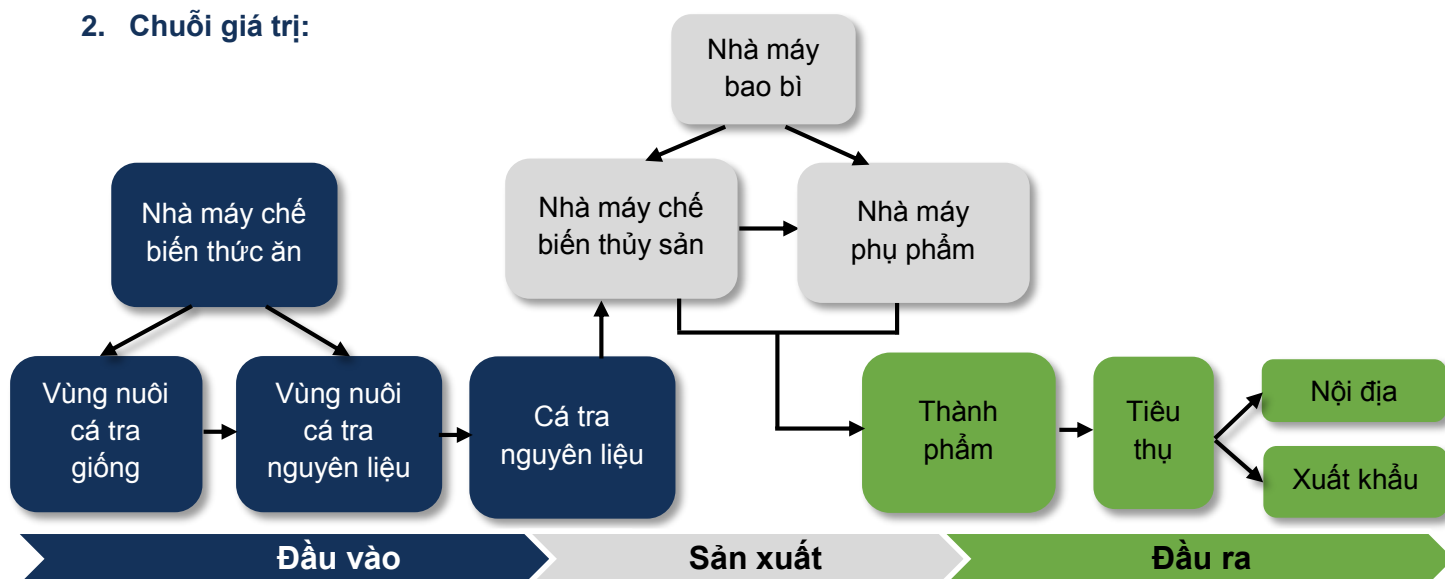
**Cá tra cắt khoanh**

**Cá tra xẻ bướm**

**Cá tra nguyên con**
*Nguồn: ANV*

Cá tra 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 bướm, để nguyên con,... tùy theo yêu cầu của từng khách hàng tại mỗi thị trường xuất khẩu. Trong đó, cá tra phi-lê chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu sản phẩm (khoảng 80%) nhờ xu hướng sử dụng các sản phẩm mang tính tiện dụng cao và dễ chế biến của người tiêu dùng ngày càng phát triển. Ngoài ra, ANV còn tiến hành thương mại các loại thức ăn từ nhà máy sản xuất thức ăn thủy sản và các phụ phẩm trong quá trình chế biến cá tra như dầu cá, mỡ cá,...

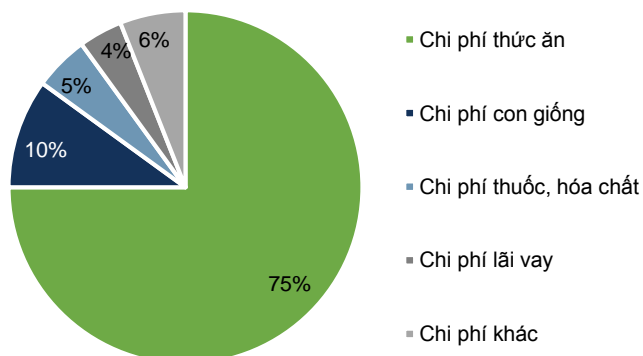
#### 2. Chuỗi giá trị:


*Nguồn: ANV, FPTS tổng hợp*

ANV là một trong số ít các doanh nghiệp thủy sản Việt Nam có thể khép kín gần như hoàn toàn chuỗi giá trị 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 tại các thị trường xuất khẩu. Đây là lợi thế nổi bật của ANV giúp công ty kiểm soát giá thành sản xuất tốt hơn so với các doanh nghiệp phải mua ngoài, đặc biệt trong trường hợp giá cá tra nguyên liệu trên thị trường có xu hướng tăng mạnh.

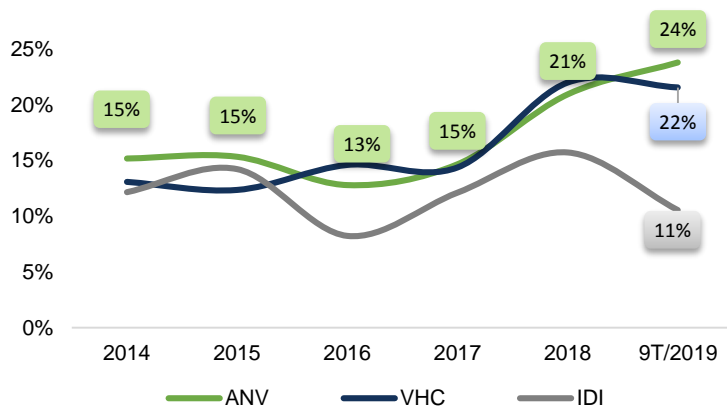
## 2.1. Đầu vào: Tự chủ 100% cá tra nguyên liệu – động lực chính nhằm kiểm soát biên lợi nhuận gộp

### Cơ cấu chi phí nuôi trồng cá tra nguyên liệu của các hộ nuôi tại khu vực ĐBSCL



Nguồn: FPTs tổng hợp và ước tính

### So sánh biên lợi nhuận gộp của một số doanh nghiệp trong ngành giai đoạn 2014-9T/2019



Nguồn: FPTs tổng hợp

Đầu vào của các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra là nguồn cá tra nguyên liệu được nuôi trồng rộng rãi tại các tỉnh Đồng bằng sông Cửu Long. Quá trình nuôi cá tra trải qua rất nhiều giai đoạn, bao gồm các bước chuẩn bị, xử lý ao nuôi, ương nuôi cá giống, thả giống,... và song song đó là hàng loạt các quy trình chăm sóc, quản lý nghiêm ngặt để hạn chế tối đa dịch bệnh, giảm tỷ lệ hao hụt và đặc biệt là đảm bảo lượng cá tra thu hoạch đáp ứng đầy đủ yêu cầu về tiêu chuẩn chất lượng tại các thị trường xuất khẩu.

Trong cơ cấu chi phí nuôi cá tra, thức ăn và con giống là hai thành phần chiếm tỷ trọng cao nhất, chúng tôi ước tính lần lượt chiếm khoảng 75% và 10%. Do vậy, hai yếu tố này được xem là thách thức chính của các hộ nuôi cá tra tại Việt Nam bởi đa số các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra hiện nay vẫn chưa thể tự chủ được các yếu tố này trong bối cảnh phần lớn các nguyên liệu đầu vào sản xuất thức ăn phải nhập khẩu cũng như thường xuyên xảy ra tình trạng thiếu hụt trầm trọng cá tra giống.

Vì vậy, việc ANV sở hữu các dây chuyền sản xuất thức ăn và triển khai kế hoạch nuôi trồng hướng đến tự chủ hoàn toàn con giống nhằm cung cấp 100% nguyên liệu đầu vào cho toàn bộ vùng nuôi cá nguyên liệu phục vụ chế biến xuất khẩu là động lực chính để công ty kiểm soát giá thành sản xuất, góp phần cải thiện biên lợi nhuận gộp của công ty. So với các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra VHC và IDI, trong giai đoạn 2014-9T/2019, ANV có mức tỷ suất lợi nhuận gộp tương đối cao, khá tương đồng với tỷ suất lợi nhuận gộp của doanh nghiệp đầu ngành là VHC.

#### ➤ **Thức ăn: 8 dây chuyền sản xuất với công suất tối đa 800 tấn thành phẩm/ngày phục vụ cho toàn bộ vùng nuôi và thương mại với tỷ lệ 80:20 giúp ANV tiết kiệm đáng kể chi phí nuôi trồng**

Cá tra là loài có tỷ lệ chuyển đổi thức ăn (FCR – Feed Conversion Ratio) tương đối cao, do đó, chi phí thức ăn thường chiếm đến 70%-80% giá thành nuôi cá tra. Theo ước tính của FAO, tỷ lệ chuyển đổi thức ăn trung bình của cá tra tại Việt Nam dao động khoảng 1,65-1,79:1 (đồng nghĩa với việc cần sử dụng khoảng 1.65 – 1,79 kg thức ăn để nuôi cá tra có trọng lượng 1 kg) ([xem thêm Phụ lục 4: Tỷ lệ chuyển đổi thức ăn của một số loài thủy sản](#)). Tuy nhiên, mảng thức ăn thủy sản hiện nay ở Việt Nam, phần lớn các doanh nghiệp đều phải nhập khẩu nguyên liệu sản xuất, vì thế các doanh nghiệp cung cấp thức ăn thường nêu ra lý do này để tăng giá sản phẩm, hoặc chậm trễ điều chỉnh giá khi nguồn nguyên liệu nhập khẩu giảm giá mạnh, khiến giá thành nuôi cá tra tăng cao.

Hiện nay, nguồn đầu vào để sản xuất thức ăn của ANV bao gồm 4 loại nguyên liệu chính, bao gồm bã nành, cám gạo, bột cá, mì lát,... một phần được thu gom tại các tỉnh ĐBSCL, phần còn lại nhập khẩu từ Argentina và Campuchia. Công suất thiết kế của 8 dây chuyền chế biến thức ăn của ANV là 800 tấn thành phẩm/ngày, tuy nhiên hiện tại chỉ hoạt động khoảng 380 tấn thành phẩm/ngày và sẽ được mở rộng khi nhu cầu tăng thêm. Ngoài lượng thức ăn đủ cung cấp cho toàn bộ vùng nuôi, kể từ năm 2017, ANV còn tiến hành thương mại khoảng 20% lượng thức ăn sản



xuất cho Công ty TNHH Thương mại Dịch vụ Navifeed (công ty do con Chủ tịch HĐQT thành lập) để phân phối cho các hộ nuôi tại khu vực ĐBSCL. Nguồn doanh thu mang lại từ hoạt động thương mại thức ăn mỗi năm chiếm khoảng 8-10% trên tổng doanh thu của ANV, tương đương khoảng 300-400 tỷ đồng.

- **Cá tra giống: Tự chủ khoảng 30%, đến năm 2020, hướng đến tự chủ hoàn toàn khi vùng nuôi cá tra giống 3 cấp (150 ha) đi vào hoạt động, góp phần khép kín toàn bộ chuỗi giá trị**

Con giống là yếu tố rất quan trọng, quyết định trực tiếp đến chất lượng sản phẩm cũng như rủi ro của người nuôi. Chất lượng con giống tốt sẽ giúp cá tra tăng trưởng nhanh, có khả năng kháng bệnh cao, giảm tỷ lệ hao hụt. Tuy nhiên, hiện nay con giống lại là khâu yếu nhất trong chuỗi liên kết cá tra Việt Nam do tình trạng sản xuất giống tự phát, quy mô nhỏ, thiếu liên kết bền vững khiến chất lượng con giống suy giảm, thường xuyên xảy ra tình trạng thiếu hụt, khiến giá cá tra giống tăng cao.

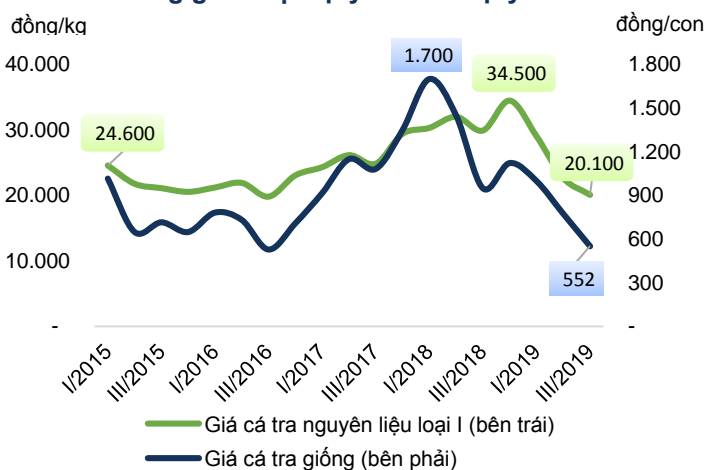
Cá tra giống được ương nuôi từ giai đoạn trứng cá, sau đó trải qua các giai đoạn cá bột, cá hương rồi phát triển thành cá giống ([xem thêm Phụ lục 5: Các giai đoạn phát triển trong vòng đời của cá tra](#)). Ở các giai đoạn này, cá sống chủ yếu dựa vào nguồn vi sinh vật tự nhiên trong ao. Do đó, với các ao nuôi diện tích nhỏ, khi không đủ nguồn thức ăn tự nhiên, chúng sẽ tự ăn lẫn nhau, cùng với diễn biến khó lường của thời tiết và dịch bệnh khiến tỷ lệ hao hụt trong quá trình ương nuôi cá giống rất lớn, có khi lên đến 95%.

Hiện tại, ANV sở hữu diện tích nuôi cá giống chỉ khoảng 3ha, tương đương với tỷ lệ tự chủ cá tra giống khoảng 30%. Dự kiến đến năm 2020, công ty sẽ tự chủ được 100% con giống từ vùng sản xuất giống 3 cấp diện tích 150ha của Khu nông nghiệp nuôi trồng thủy sản công nghệ cao Bình Phú mang lại ([xem thêm Phụ lục 6: Dự án Khu nông nghiệp ứng dụng công nghệ cao nuôi trồng thủy sản Bình Phú](#)). Với diện tích lớn cũng như thuộc đề án liên kết sản xuất giống cá tra 3 cấp chất lượng cao tại ĐBSCL của Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn, chúng tôi kỳ vọng lượng cá giống từ vùng nuôi của ANV sẽ đảm bảo cả về số lượng cũng như chất lượng cá tra giống cho công ty trong thời gian tới.

- **Cá tra nguyên liệu: tự chủ 100% giúp ANV hạn chế ảnh hưởng bên ngoài, nhất là khi giá cá tra nguyên liệu trên thị trường có xu hướng tăng**

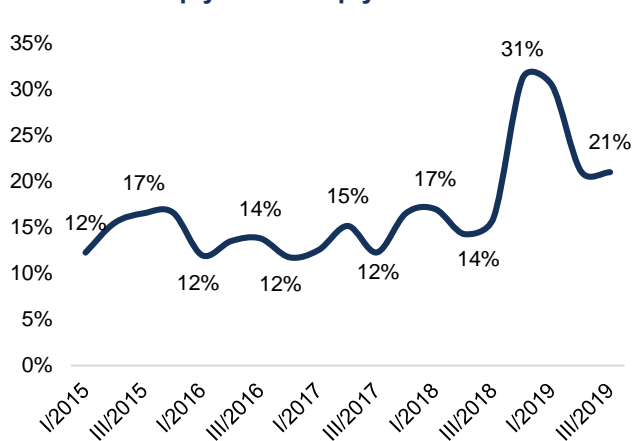
ANV hiện đang sở hữu diện tích 330 ha vùng nuôi cá tra nguyên liệu, trong đó có 250 ha mặt nước công ty sở hữu và 80 ha đất thuê, với tổng cộng 21 ao nuôi. Sản lượng thu hoạch từ vùng nuôi đáp ứng hoàn toàn lượng cá tra cho nhu cầu chế biến xuất khẩu, khoảng 100.000 tấn/năm. Nhờ lợi thế tự chủ 100% nguồn cá tra nguyên liệu đầu vào từ vùng nuôi, giúp ANV hạn chế đáng kể ảnh hưởng bởi biến động giá cá tra nguyên liệu trên thị trường.

**Diễn biến giá cá tra nguyên liệu và giá cá giống trên thị trường giai đoạn quý I/2015 – quý III/2019**



Nguồn: VASEP, FPTS tổng hợp

**Tỷ suất lợi nhuận gộp theo quý của ANV giai đoạn từ quý I/2015 – quý III/2019**



Nguồn: ANV, FPTS tổng hợp

Giai đoạn 2015-2017, trong bối cảnh giá cá tra nguyên liệu trên thị trường có xu hướng tăng, từ mức 24.600 đồng/kg vào quý I/2015 lên mức 29.500 đồng/kg vào quý IV/2017, diễn biến tỷ suất lợi nhuận gộp của ANV khá ổn định, dao động trong biên độ hẹp, trung bình khoảng 15%. Trong năm 2018, do ảnh hưởng của tình trạng thiếu hụt trầm trọng cá tra giống khiến giá cá tra nguyên liệu trên thị trường tăng mạnh, có thời điểm quý IV/2018, trung bình lên đến 34.500 đồng/kg, nhưng nhờ khả năng tự chủ hoàn toàn cá tra nguyên liệu, kết hợp với giá bán tại các thị trường xuất

khẩu trong giai đoạn này tăng cao khiến tỷ suất lợi nhuận gộp tăng từ 17% tại quý I/2018 lên đến 31% trong quý IV/2018, góp phần giúp tỷ suất lợi nhuận gộp cả năm 2018 tăng lên mức 21% so với mức 15% năm 2017.

Đầu năm 2019, với mục tiêu xây dựng vùng nuôi chất lượng cao, gia tăng sản lượng cá tra xuất khẩu nhằm đáp ứng kịp thời nhu cầu tiêu thụ tại các thị trường xuất khẩu chủ lực của công ty, ANV đầu tư vùng nuôi cá tra thương phẩm với tổng diện tích 450ha thuộc dự án Khu nông nghiệp ứng dụng công nghệ cao nuôi trồng thủy sản Bình Phú.

Theo chia sẻ của ban lãnh đạo, ước tính vùng nuôi này sẽ thu hoạch khoảng 200.000 tấn cá tra nguyên liệu mỗi năm khi vận hành tối đa công suất. Tuy nhiên, thời gian đầu sẽ tiến hành thả nuôi một phần, về sau gia tăng dần công suất theo nhu cầu thị trường. Sau khi dự án hoàn thành, dự kiến khoảng giữa năm 2020, ANV sẽ trả dần diện tích vùng nuôi hiện hữu để tập trung hoàn toàn phát triển tại vùng nuôi Bình Phú, tuy nhiên hiện công ty vẫn chưa có kế hoạch cụ thể.

Chúng tôi đánh giá, việc ANV đầu tư và phát triển vùng nuôi trên quy mô lớn, tập trung, ứng dụng công nghệ cao, bên cạnh giúp mang lại nhiều ưu thế cũng đem đến không ít các rủi ro cho kết quả hoạt động kinh doanh của ANV. Cụ thể như sau:

Lợi thế	Rủi ro
(1) chủ động nguồn cá tra nguyên liệu đầu vào để đáp ứng nhu cầu tăng mạnh từ thị trường xuất khẩu;	(1) chi phí đầu tư lớn (công ty dự kiến khoảng 4.000 tỷ đồng, gấp khoảng 1,2 lần tổng giá trị tài sản của ANV năm 2018), khiến gia tăng áp lực chi phí khấu hao trong giai đoạn đầu khi vùng nuôi chưa vận hành tối đa công suất;
(2) chủ động trong việc lựa chọn kích cỡ cá thu hoạch phù hợp với từng nhu cầu tại mỗi thị trường xuất khẩu;	(2) tình hình tiêu thụ, nhu cầu tại các thị trường xuất khẩu tồn tại nhiều rủi ro;
(3) việc quản lý và vận hành tập trung trên diện tích lớn giúp công ty tiết kiệm đáng kể chi phí, góp phần gia tăng lợi nhuận,...	(3) các điều kiện tự nhiên, dịch bệnh phức tạp có thể ảnh hưởng đến toàn bộ kết quả nuôi trồng của vùng nuôi.

## 2.2. Sản xuất: Các nhà máy chỉ mới hoạt động khoảng 1/2 công suất, vẫn đủ công suất khi nhu cầu chế biến tăng cao từ lượng cá tra của vùng nuôi Bình Phú

ANV sở hữu 3 nhà máy chế biến cá tra, với tổng công suất thiết kế 600 tấn cá/ngày. Hiện tại, đang có 2 nhà máy hoạt động là nhà máy Nam Việt và nhà máy Ấn Độ Dương, trong khi nhà máy Thái Bình Dương cho đơn vị khác thuê để gia công thủy sản.

### Thông tin các nhà máy sản xuất thuộc sở hữu của ANV

	Nhà máy Nam Việt	Nhà máy Thái Bình Dương	Nhà máy Ấn Độ Dương
Địa chỉ	KCN Mỹ Quý, phường Mỹ Quý, TP.Long Xuyên, tỉnh An Giang	KCN Mỹ Quý, phường Mỹ Quý, TP.Long Xuyên, tỉnh An Giang	KCN Thốt Nốt, phường Thới Thuận, quận Thốt Nốt, tỉnh Cần Thơ
Công suất thiết kế	120 tấn/ngày	80 tấn/ngày	400 tấn/ngày
Sản phẩm	Cá tra phi-lê	Cá tra phi-lê	Cá tra phi-lê
Tình trạng hoạt động	~50 tấn/ngày	Cho thuê	~250 tấn/ngày

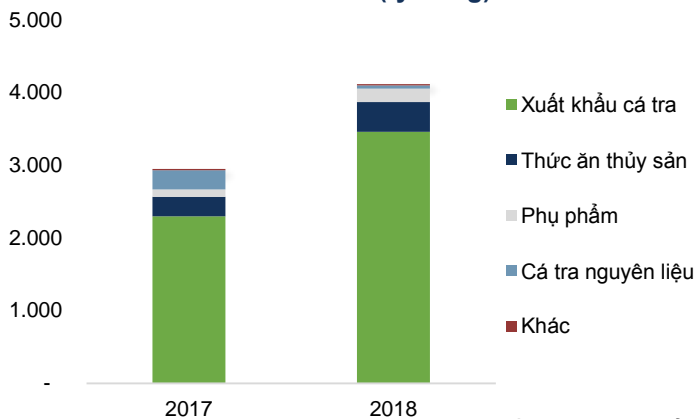
*Nguồn: ANV, FPTS tổng hợp*

Các nhà máy hiện tại chỉ sản xuất khoảng 50% công suất thiết kế, do đó với sản lượng cá tra nguyên liệu dự kiến tối đa đạt khoảng 200.000 tấn/năm thu hoạch từ vùng nuôi 450ha của dự án Bình Phú thì các nhà máy vẫn đủ công suất để sản xuất. Theo chia sẻ của ban lãnh đạo, doanh nghiệp không có kế hoạch mở rộng nhà máy sản xuất trong giai đoạn tới.

Ngoài ra, ANV còn sở hữu nhà máy chế biến phụ phẩm để tiếp nhận các phụ phẩm trong quá trình phi-lê cá tra như đầu cá, xương cá, da cá,... để chế biến các sản phẩm như dầu cá, bột cá,...; nhà máy in và sản xuất bao bì, bao gồm các loại bao bì giấy carton, bao bì nhựa,... phục vụ cho chính các sản phẩm của công ty với mẫu mã đa dạng theo yêu cầu của khách hàng.

### 2.3. Đầu ra: Đa dạng thị trường xuất khẩu nhằm hạn chế rủi ro

**Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm của ANV năm 2017 và năm 2018 (tỷ đồng)**



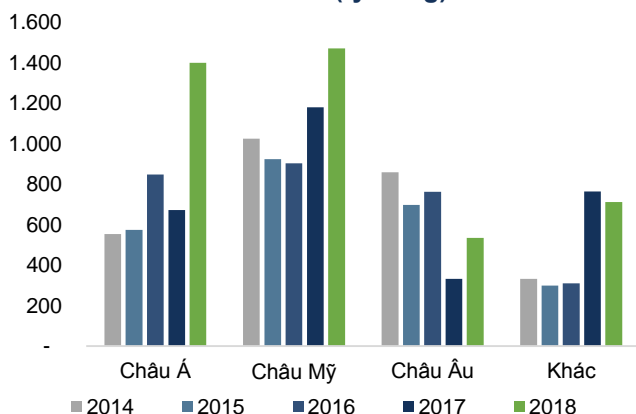
Nguồn: ANV, FPTS tổng hợp

Sau giai đoạn đầu tư trái ngành không mang lại hiệu quả, ANV trở về tập trung hoàn toàn cho mảng chế biến cá tra xuất khẩu. Đây là nguồn mang lại doanh thu chính cho ANV.

Năm 2018, xuất khẩu cá tra đạt khoảng 3.450 tỷ đồng, chiếm khoảng 84% tổng doanh thu của ANV, +50% yoy. Mảng thức ăn thủy sản cũng có sự tăng trưởng tích cực từ khi bắt đầu đóng góp vào doanh thu của ANV vào năm 2017, tăng 55% từ khoảng 103 tỷ đồng lên 185 tỷ đồng năm 2018.

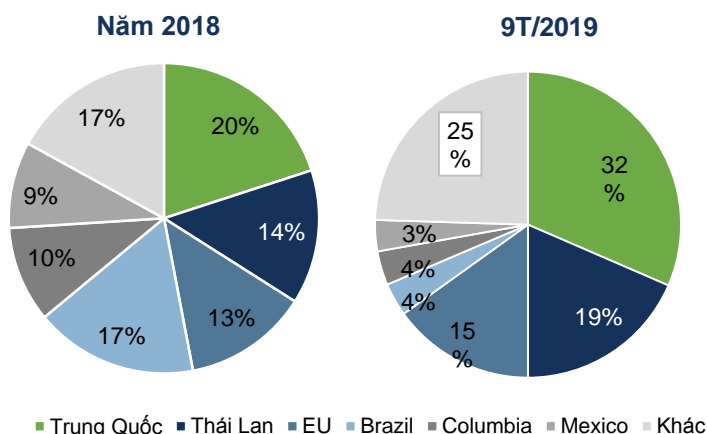
Các nguồn doanh thu còn lại bao gồm bán phụ phẩm, cá tra nguyên liệu,... chiếm khoảng 10% tổng doanh thu.

**Doanh thu theo thị trường của ANV giai đoạn 2014-2018 (tỷ đồng)**



Nguồn: ANV, FPTS tổng hợp

**Cơ cấu doanh thu theo thị trường của ANV**



Nguồn: ANV, FPTS tổng hợp

Sản phẩm cá tra của ANV hiện có mặt đến hơn 70 quốc gia, trong đó, thị trường xuất khẩu chủ lực của ANV là châu Á (bao gồm Trung Quốc và Thái Lan), châu Âu, châu Mỹ (bao gồm Brazil, Columbia, Mexico). Chiến lược của ANV là không hoàn toàn tập trung vào một thị trường lớn mà cố gắng đa dạng các thị trường xuất khẩu nhằm hạn chế rủi ro. Năm 2018, Trung Quốc, Thái Lan, EU, Brazil, Columbia và Mexico là 6 thị trường chủ yếu của ANV với tỷ trọng đóng góp doanh thu không chênh lệch lớn. Trong đó, Trung Quốc trở thành thị trường xuất khẩu lớn nhất của ANV, chiếm khoảng 1/5 doanh thu.

► **Thị trường châu Á (chủ yếu là Trung Quốc và Thái Lan): Động lực tăng trưởng chính của ANV, nhưng đồng thời tồn tại rủi ro phụ thuộc vào đối tác chiến lược**

- **Thị trường Trung Quốc**, giai đoạn trước tháng 6/2018, giá trị xuất khẩu cá tra của ANV chiếm tỷ trọng nhỏ, bình quân chỉ khoảng 200 tỷ đồng mỗi năm, nhưng kể từ tháng 6/2018, khi ANV ký hợp tác phân phối độc quyền với đối tác ShangHai Fenglei International Trading tại thị trường này (thời hạn hợp đồng là 10 năm), giá trị xuất khẩu sang Trung Quốc tăng trưởng mạnh, năm 2018, đạt khoảng 824 tỷ đồng. Theo chia sẻ từ phía công ty, các sản phẩm phân phối cho đối tác này đều có thương hiệu ANV trên bao bì và phía Fenglei sẽ phụ trách công tác nghiên cứu thị

trường và tiếp thị sản phẩm cá tra của ANV. Kết quả đến 9 tháng đầu năm 2019, Trung Quốc vẫn duy trì là thị trường xuất khẩu lớn nhất của ANV (chiếm 32% tổng doanh thu) và giá trị xuất khẩu vẫn tiếp tục phát triển tích cực.

Chúng tôi cho rằng trong tương lai, giá trị xuất khẩu cá tra của ANV sang thị trường Trung Quốc tiếp tục tăng trưởng khi (1) hình ảnh cá tra Việt Nam dần được cải thiện nhờ thay đổi hình thức mua bán từ tiểu ngạch sang chính ngạch, (2) người dân nước này ngày càng ưa chuộng các sản phẩm cá tra trong các chuỗi nhà hàng, khách sạn, bếp ăn tập thể cũng như (3) thuế giá trị gia tăng (VAT) đối với thủy sản nhập khẩu giảm xuống 9% từ mức 10% (hiệu lực từ 01/04/2019). Tuy nhiên, việc ANV xuất khẩu cá tra sang thị trường Trung Quốc thông qua một đối tác độc quyền khiến công ty phải đối mặt với rủi ro phụ thuộc vào khách hàng. Do đó, cần theo dõi chặt chẽ tình hình mua bán của ANV với đối tác này để có những đánh giá kịp thời. Theo chia sẻ của ban lãnh đạo, ANV đặt kế hoạch doanh thu từ thị trường Trung Quốc chiếm tối đa khoảng 35% tổng doanh thu.

- Thị trường Thái Lan**, được đánh giá là thị trường tiềm năng cho hoạt động xuất khẩu cá tra tại khu vực châu Á nhờ nhu cầu ổn định cũng như sự hỗ trợ từ Hiệp định thương mại hàng hóa ASEAN (ATIGA), thuế xuất-nhập khẩu mặt hàng cá tra phi-lê đông lạnh ở mức 0%. Chúng tôi kỳ vọng ANV sẽ tiếp tục phát triển ổn định tại thị trường Thái Lan dựa trên các ưu đãi và lợi thế hiện có, ước tính doanh thu mỗi năm từ thị trường này đóng góp khoảng 15% tổng doanh thu của ANV.

► **Thị trường EU: Hiệp định thương mại EVFTA kỳ vọng tạo điều kiện gia tăng giá trị xuất khẩu**

Tại EU, cá tra Việt Nam gặp phải sự cạnh tranh gay gắt với các loài cá thịt trắng, giá trị xuất khẩu cá tra sang thị trường EU của ANV trong giai đoạn 2014-2018 có chiều hướng sụt giảm, từ mức khoảng 859 tỷ đồng giảm còn khoảng 535 tỷ đồng. Tuy nhiên, hiệp định EVFTA dự kiến có hiệu lực năm 2020, khi đó thuế suất xuất khẩu các mặt hàng cá tra sang thị trường EU sẽ giảm dần về 0% sau 3 năm có hiệu lực sẽ là tín hiệu tích cực hỗ trợ ANV phát triển hoạt động xuất khẩu cá tra sang thị trường rộng lớn này.

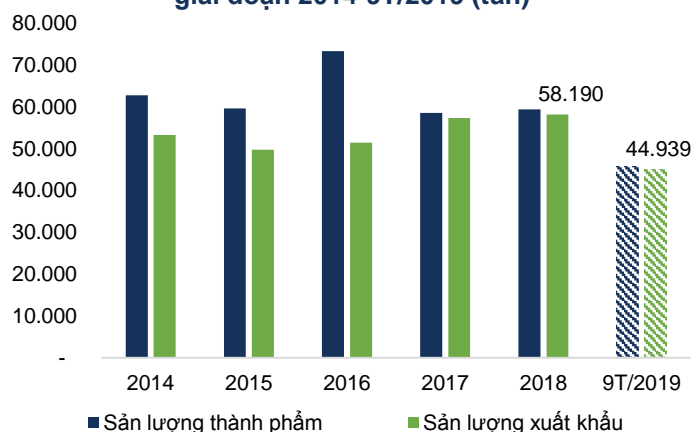
► **Thị trường châu Mỹ (bao gồm Brazil, Columbia và Mexico): Đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt của các loài cá thịt trắng, ANV chuẩn bị kế hoạch quay lại thị trường Mỹ**

Nguồn cung cá thịt trắng của các nước này bao gồm cá minh thái Alaska, cá tuyết từ Trung Quốc và cá tra từ Việt Nam. Trong giai đoạn 2014-2018, giá trị xuất khẩu cá tra của ANV sang thị trường này tương đối cao và ổn định. Tuy nhiên, kết quả 9 tháng đầu năm 2019, giá trị xuất khẩu sang các thị trường châu Mỹ sụt giảm mạnh, nguyên nhân chủ yếu đến từ nguyên nhân các nước này tăng cường nhập khẩu cá thịt trắng từ các nguồn cung cấp thay thế.

Ngoài ra, ANV đang có kế hoạch trở lại thị trường Mỹ vào năm 2022, hiện tại công ty đã đệ đơn xin phép Bộ Thương mại Mỹ cho phép xuất khẩu trở lại sau khi phải tạm dừng từ năm 2014 trong bối cảnh Mỹ áp thuế chống bán phá giá cá tra Việt Nam ở mức cao. Thị trường Mỹ là thị trường rất khó tính, đòi hỏi tiêu chuẩn sản phẩm cực kỳ nghiêm ngặt, do đó, ANV phải có những bước đi chuẩn bị chu đáo để thâm nhập thành công thị trường này.

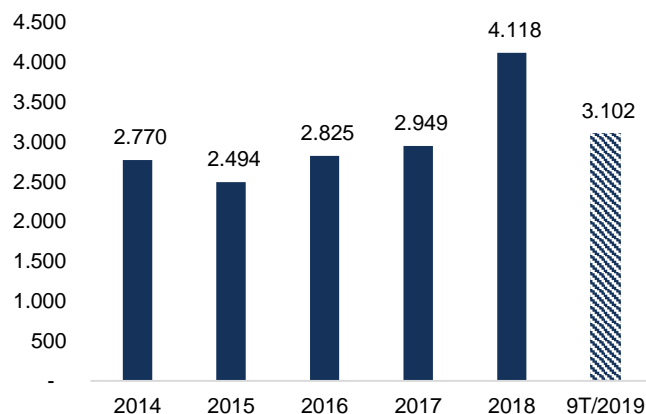
### 3. Kết quả hoạt động kinh doanh

**Sản lượng cá tra thành phẩm và xuất khẩu của ANV giai đoạn 2014-9T/2019 (tấn)**



Nguồn: ANV, FPTS tổng hợp

**Doanh thu thuần của ANV giai đoạn 2014-9T/2019 (tỷ đồng)**



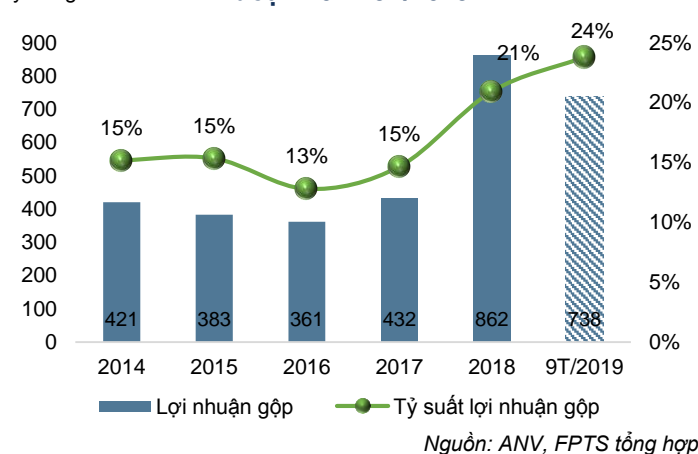
Nguồn: ANV, FPTS tổng hợp

Giai đoạn 2014-2017, kết quả hoạt động kinh doanh của ANV tăng trưởng chậm, sản lượng xuất khẩu và doanh thu thuần của ANV có xu hướng tăng trưởng tương đương, chỉ khoảng 2%/năm. Đến năm 2018, nhờ giá bán cá tra xuất khẩu tại các thị trường xuất khẩu tăng mạnh, doanh thu thuần của ANV tăng 40% yoy, đạt 4.118 tỷ đồng, trong khi sản lượng xuất khẩu chỉ tăng nhẹ 1,4% yoy, đạt 58.190 tấn. Đây là kết quả nổi bật nhất của ANV trong gần 20 năm hoạt động trong mảng chế biến cá tra xuất khẩu.

Nguyên nhân giá bán cá tra xuất khẩu năm 2018 tăng cao chủ yếu là do tình trạng thiếu hụt trầm trọng cá tra giống (bị ảnh hưởng mạnh bởi yếu tố thời tiết bất lợi và dịch bệnh) đẩy giá cá tra nguyên liệu trên thị trường tăng, trong khi đó, nhu cầu tiêu thụ tại các thị trường xuất khẩu liên tục cải thiện khi tâm lý các nhà nhập khẩu tại các thị trường lo sợ tình trạng tăng giá sẽ tiếp tục đã góp phần cải thiện đáng kể giá bán xuất khẩu.

Trong 9 tháng đầu năm 2019, mặc dù tình trạng hàng tồn kho tại các thị trường khá cao khiến nhu cầu tại các thị trường giảm, giá bán cá tra tại các thị trường xuất khẩu không còn giữ ở mức cao như năm 2018, chúng tôi ước tính giảm khoảng 12%, nhưng tình hình xuất khẩu của ANV vẫn duy trì ở mức độ khả quan, chủ yếu nhờ tăng trưởng mạnh tại thị trường Trung Quốc, doanh thu thuần 9 tháng đầu năm của ANV đạt 3.102 tỷ đồng (hoàn thành 52% kế hoạch năm 2019) với 44.939 tấn cá tra được xuất khẩu.

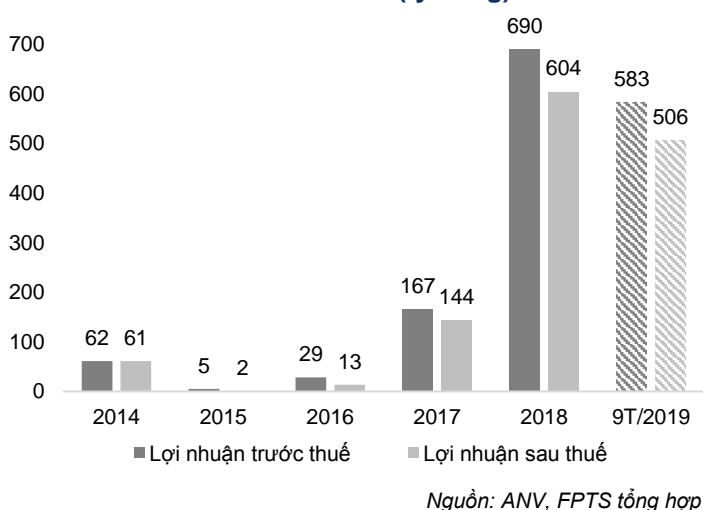
### Lợi nhuận gộp và tỷ suất lợi nhuận gộp của ANV giai đoạn 2014-9T/2019



Năm 2018, nhờ giá bán xuất khẩu tại các thị trường xuất khẩu tăng mạnh cùng với lợi thế tự chủ 100% cá tra nguyên liệu đầu vào, giúp lợi nhuận gộp của ANV tăng gấp đôi từ khoảng 432 tỷ đồng lên đến 862 tỷ đồng, tương đương với tỷ suất lợi nhuận gộp của công ty tăng từ mức trung bình khoảng 15% trong giai đoạn 2014-2017 lên đến 21% - mức tỷ suất lợi nhuận gộp cao nhất trong quá trình hoạt động của ANV.

9 tháng đầu năm 2019, giá bán xuất khẩu được điều chỉnh giảm so với đỉnh của năm 2018 nhưng nhờ tiếp tục phát huy lợi thế trong việc kiểm soát tốt chuỗi giá trị đã giúp ANV gia tăng tỷ suất lợi nhuận gộp lên mức 24%, tương đương với 738 tỷ đồng, tăng 71,5% so với cùng kỳ năm trước.

### Lợi nhuận trước thuế và sau thuế của ANV giai đoạn 2014-9T/2019 (tỷ đồng)



Giai đoạn 2014-2017, kết quả lợi nhuận sau thuế của ANV suy giảm mạnh, khi các chi phí hoạt động (chủ yếu là chi phí quản lý doanh nghiệp) đồng loạt tăng mạnh do công ty trích lập dự phòng các khoản nợ phải thu khó đòi ở mức cao.

Cùng với hoạt động kinh doanh cốt lõi trong giai đoạn này tăng trưởng không mấy tích cực, các khoản đầu tư vào công ty liên doanh, liên kết ở lĩnh vực trái ngành thua lỗ nặng, khiến lợi nhuận của công ty ngày càng thu hẹp. Năm 2016, khoản lỗ từ công ty DAP số 2 – Vinachem ghi nhận lên đến 117 tỷ đồng đã khiến lợi nhuận sau thuế sụt giảm nghiêm trọng, chỉ còn 13 tỷ đồng. Do đó, vào cuối năm 2016, công ty đã tiến hành thoái vốn khỏi công ty này bằng cách bán cổ phần cho Công ty TNHH Đại Tây Dương (công ty thuộc sở hữu của chủ tịch HĐQT công ty – ông Doãn Tới), chấm dứt các khoản đầu tư trái ngành tại ANV mà hoàn toàn tập trung vào hoạt động kinh doanh cốt lõi.

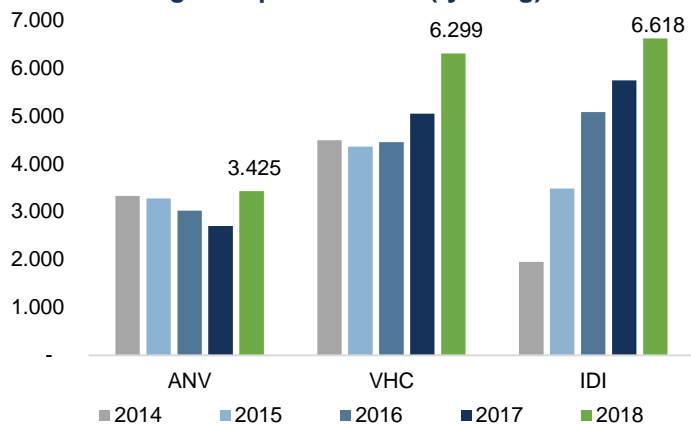
Nhờ biên lợi nhuận gộp được cải thiện tích cực, hoàn nhập đáng kể các khoản dự phòng khiến chi phí quản lý doanh nghiệp giảm mạnh cũng như chấm dứt hoàn toàn các khoản đầu tư trái ngành, năm 2018, ANV ghi nhận kết quả lợi nhuận trước thuế và sau thuế tăng trưởng nổi bật, lần lượt đạt khoảng 690 tỷ đồng (+313% yoy) và 604 tỷ đồng

(+320% yoy). Kết quả đến 9 tháng đầu năm 2019, lợi nhuận sau thuế của ANV tiếp tục đà tăng từ năm 2018, đạt 506 tỷ đồng, tương ứng tăng 64,6% so với cùng kỳ năm trước, hoàn thành khoảng 72% kế hoạch.

#### IV. PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

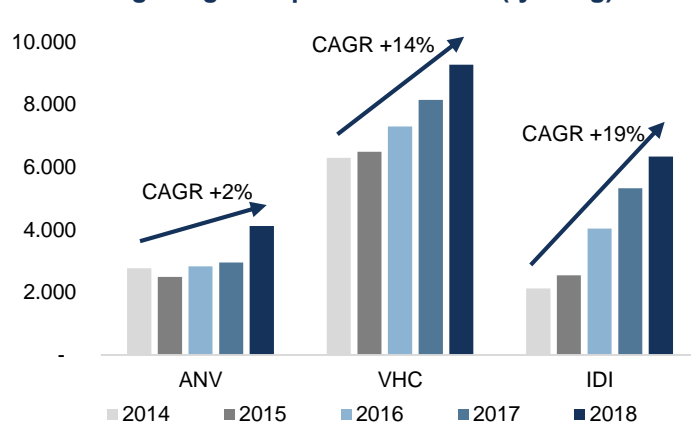
##### 1. Quy mô tài sản khá thấp so với doanh nghiệp trong ngành, doanh thu tăng trưởng nổi bật trong năm 2018

**Quy mô tài sản của một số doanh nghiệp trong ngành giai đoạn 2014-2018 (tỷ đồng)**



Nguồn: FPTs tổng hợp

**Doanh thu thuần của một số doanh nghiệp trong ngành giai đoạn 2014-9T/2019 (tỷ đồng)**



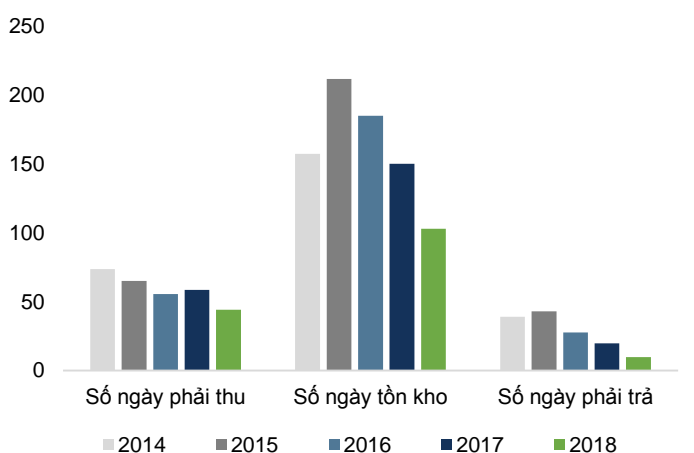
Nguồn: FPTs tổng hợp

Thời điểm cuối năm 2018, tổng tài sản của ANV đạt khoảng 3.425 tỷ đồng, +27% yoy, khá thấp so với quy mô tài sản của VHC và IDI với tổng tài sản lần lượt đạt 6.299 tỷ đồng và 6.618 tỷ đồng.

Giai đoạn 2014-2017, trong khi hai doanh nghiệp xuất khẩu cá tra lớn trong ngành là VHC và IDI đều đạt mức tăng trưởng đều đặn hằng năm lần lượt khoảng 9% và 36% thì doanh thu của ANV trong giai đoạn này chỉ tăng trưởng khiêm tốn 2%/năm. Đến năm 2018, đây là năm thắng lợi chung của toàn mảng cá tra Việt Nam khi giá bán tại các thị trường xuất khẩu cải thiện tích cực. ANV ghi nhận doanh thu xuất khẩu tăng trưởng 40% yoy, cao hơn mức tăng trưởng của VHC và IDI với lần lượt 14% yoy và 19% yoy.

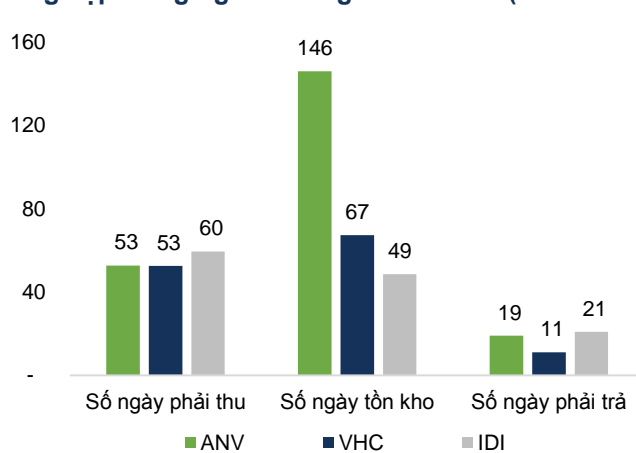
##### 2. Hiệu quả hoạt động được cải thiện, tuy nhiên số ngày tồn kho cao hơn nhiều so với các doanh nghiệp trong ngành

**Các chỉ số hiệu quả hoạt động của ANV giai đoạn 2014-2018**



Nguồn: ANV, FPTs tổng hợp

**Chỉ số hiệu quả hoạt động của một số doanh nghiệp trong ngành trung bình 3 năm (2016-2018)**

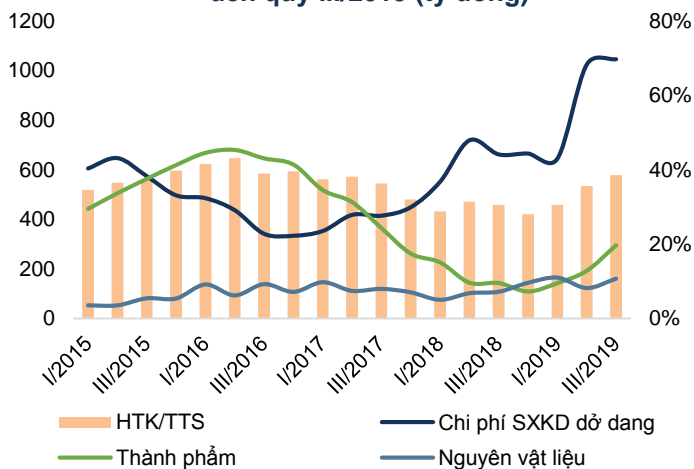


Nguồn: FPTs tổng hợp

Các chỉ số thể hiện hiệu quả hoạt động và tình hình quản lý khoản phải thu và hàng tồn kho của ANV đang diễn biến theo chiều hướng tích cực.

**(1) Hiệu quả quản lý khoản phải thu được cải thiện** khi số ngày phải thu đang có chiều hướng giảm, từ mức 74 ngày năm 2014 về còn 44 ngày năm 2018 nhờ thu hồi hiệu quả các khoản phải thu trong quá khứ.

**Cơ cấu hàng tồn kho theo quý của ANV từ quý I/2015 đến quý III/2019 (tỷ đồng)**



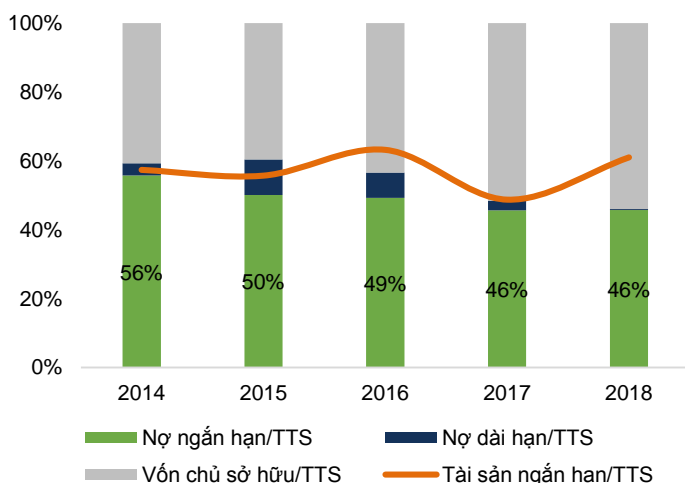
Nguồn: ANV, FPTS tổng hợp

**(2) Hiệu quả quản lý hàng tồn kho** cũng cải thiện theo xu hướng tích cực, năm 2018, số ngày tồn kho giảm còn khoảng 103 ngày so với giai đoạn trước lên đến hơn 200 ngày. Tuy nhiên, so với một số doanh nghiệp trong ngành như VHC và IDI, thì số ngày tồn kho của ANV vẫn đang ở mức cao. Kết quả này là do trong giai đoạn 2014-2017, hoạt động kinh doanh của ANV không mấy khả quan, cùng với chính sách quản lý hàng tồn kho chưa mang lại hiệu quả, tỷ lệ sản lượng tiêu thụ/sản lượng thành phẩm xuất khẩu chỉ khoảng 80% so với năm 2018 là 98%.

Từ khoảng quý 2/2017, cơ cấu hàng tồn kho của ANV có sự thay đổi khi giá trị thành phẩm có xu hướng giảm, thay vào đó là sự tăng trưởng của chi phí sản xuất kinh doanh dở dang cho thấy khả năng tiêu thụ sản phẩm của ANV đang diễn biến tích cực. Đến quý III/2019, chi phí sản xuất kinh doanh dở dang đã lên đến khoảng 1.046 tỷ đồng (+2% qoq) và thành phẩm ghi nhận giá trị khoảng 295 tỷ đồng (+53% qoq).

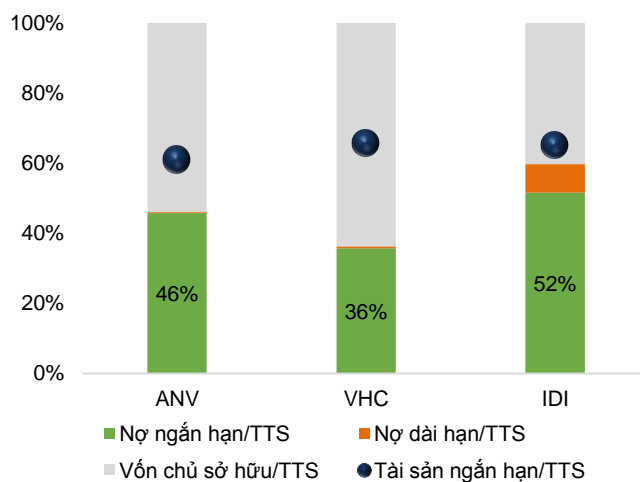
### 3. Tài sản ngắn hạn trung bình chiếm hơn 60% tổng tài sản, được tài trợ chủ yếu bằng nợ vay ngắn hạn

**Cơ cấu nguồn vốn của ANV giai đoạn 2014-2018**



Nguồn: ANV, FPTS tổng hợp

**Cơ cấu nguồn vốn của một số doanh nghiệp trong ngành năm 2018**

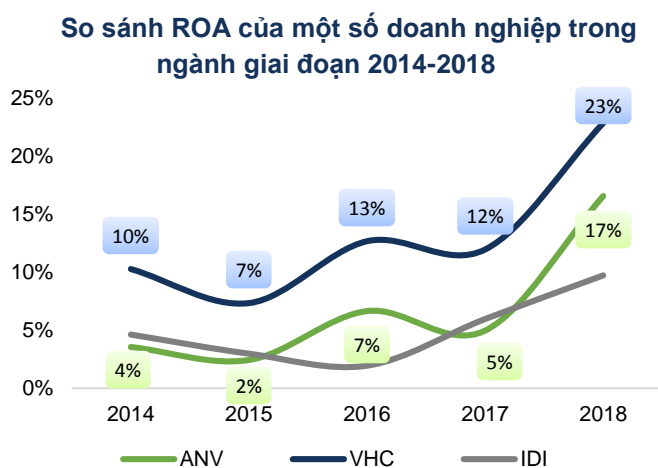


Nguồn: FPTS tổng hợp

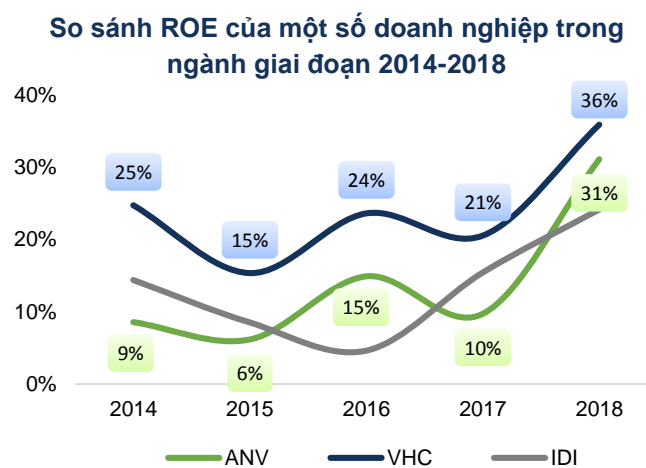
Do đặc thù của ngành thủy sản, tài sản ngắn hạn chiếm tỷ trọng khá cao trong cơ cấu tài sản của ANV, trung bình khoảng 60%. Chính vì thế mà ANV chủ yếu vay nợ ngắn hạn để đáp ứng cho nhu cầu bổ sung vốn lưu động trong năm, tỷ trọng vay ngắn hạn/tổng tài sản của ANV giai đoạn 2014-2018 trung bình khoảng 50% và có xu hướng giảm dần. Năm 2018, do dòng tiền hoạt động kinh doanh tích cực, công ty đã chủ động giảm các khoản vay để giảm áp lực trả nợ, tỷ lệ nợ ngắn hạn/tổng tài sản của ANV giảm còn 46%.

So với VHC và IDI, tỷ lệ nợ vay/tổng tài sản của ANV ở mức trung bình, do đó, không cho thấy mức độ rủi ro quá cao từ việc sử dụng đòn bẩy tài chính. Trong giai đoạn từ nay đến cuối năm 2020, công ty cần nguồn tài trợ để hỗ trợ dự án nuôi trồng thủy sản công nghệ cao Bình Phú với vốn đầu tư dự kiến lên đến 4.000 tỷ đồng. Tuy nhiên, tính đến hiện tại, ANV vẫn chưa công bố cụ thể kế hoạch huy động tài trợ từ nguồn vốn nào. Theo quan sát của chúng tôi trên Bảng cân đối kế toán vào thời điểm quý III/2019, chi phí xây dựng dự án này vẫn nằm ở khoản mục chi phí xây dựng dở dang với giá trị khoảng 686 tỷ đồng, chủ yếu là chi phí mua đất. Hiện tại, toàn bộ giá trị này vẫn đang được tài trợ bằng dòng tiền hoạt động kinh doanh của công ty.

#### 4. Các chỉ số sinh lời ROA và ROE được cải thiện



Nguồn: FPT S tổng hợp



Nguồn: FPT S tổng hợp

Ghi chú: chỉ số ROA, ROE được điều chỉnh chỉ bao gồm hoạt động kinh doanh cốt lõi

Năm 2018, chỉ số ROA và ROE của ANV đều được cải thiện mạnh, lần lượt đạt mức 17% và 31% nhờ kết quả hoạt động kinh doanh tích cực trong năm. So với các doanh nghiệp trong ngành, chỉ số ROA và ROE của ANV ở mức trung bình, vẫn thấp hơn so với doanh nghiệp đầu ngành – VHC.

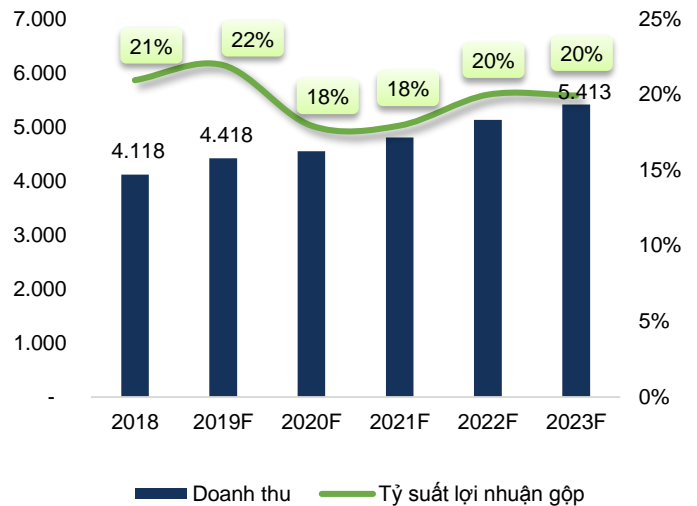


## V. TỔNG HỢP KẾT QUẢ DỰ PHÓNG

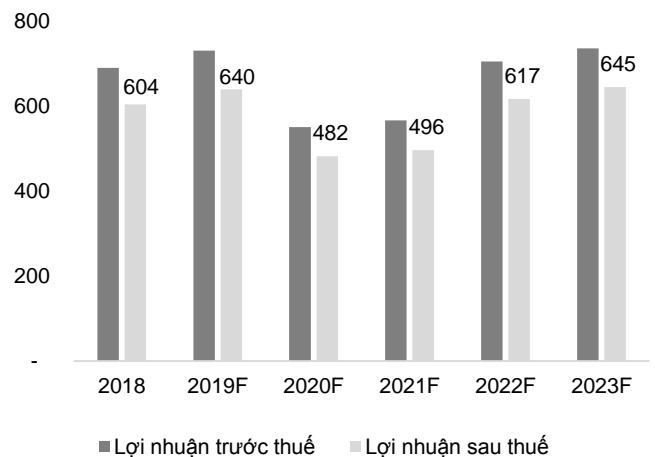
Dựa trên những phân tích về tình hình mảng cá tra Việt Nam, hoạt động kinh doanh và tài chính của doanh nghiệp, chúng tôi tiến hành dự phóng kết quả kinh doanh của ANV giai đoạn 2019F-2023F với các giả định như sau :

Chỉ tiêu	Giả định
<b>Tổng doanh thu</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li><i>Mảng cá tra xuất khẩu:</i> trong đó, thị trường châu Á được dự báo tăng trưởng 15% năm 2019, giai đoạn 2020F-2023F tăng trưởng ổn định với mức CAGR +10% nhờ nhu cầu tiêu thụ được dự báo tích cực cũng như sự hỗ trợ từ các Hiệp định thương mại; thị trường EU kỳ vọng tăng trưởng với mức CAGR +5% nhờ hưởng lợi từ Hiệp định EVFTA; thị trường châu Mỹ giảm 15% trong năm 2019 do gặp cạnh tranh mạnh với các loài cá thịt trắng thay thế, kể từ năm 2020 phục hồi ở mức 2%/năm.</li> <li><i>Mảng khác</i> (bao gồm thương mại thức ăn, phụ phẩm và khác): tăng trưởng ở mức CAGR +5%.</li> </ul>
<b>Giá vốn hàng bán</b>	Chi phí nguyên vật liệu được dự báo giảm khoảng 1%/năm do kỳ vọng dự án nuôi trồng cá tra giống và cá tra nguyên liệu công nghệ cao Bình Phú đi vào hoạt động.
<b>Tỷ suất lợi nhuận gộp</b>	Kết quả tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2019F tăng lên 22%, 02 năm đầu dự án Bình Phú đi vào hoạt động (2020F-2021F) ở mức 18% và đạt 20% giai đoạn 2022F-2023F.
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	Lợi nhuận trước thuế tăng trưởng với tốc độ bình quân khoảng 1,3%/năm, nhờ sự tăng trưởng tích cực của lợi nhuận gộp qua các năm, chi phí tài chính tăng trung bình ở mức CAGR +10% do dự báo nợ vay tăng để tài trợ cho dự án nuôi trồng cá tra Bình Phú; chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp chiếm lần lượt 3,5% và 1,2% tổng doanh thu.
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	Giả định thuế suất thuế TNDN của doanh nghiệp trong giai đoạn này bằng với mức thuế suất năm 2018, khoảng 12%, do đó lợi nhuận sau thuế của ANV trong giai đoạn này chiếm khoảng 88% lợi nhuận trước thuế.

**Kết quả dự phóng doanh thu và tỷ suất lợi nhuận gộp của ANV giai đoạn 2019F-2023F**



**Kết quả dự phóng lợi nhuận trước thuế và sau thuế của ANV giai đoạn 2019F-2023F**



**VI. TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ**

Chúng tôi tiến hành định giá ANV bằng cách sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh P/E. Giá trị cổ phiếu ANV theo các phương pháp có mức bình quân là **28.200 VNĐ/cp**, cao hơn 9% so với mức giá đóng cửa ngày 06/11/2019. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cho thời điểm hiện tại.

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	28.800	40%
2	Chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE)	30.800	40%
3	Phương pháp so sánh (P/E)	21.900	20%
<b>Bình quân giá các phương pháp (VNĐ/cp)</b>		<b>28.200</b>	

**► Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền**

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2019	9,52%	Phần bù rủi ro	10%
Chi phí sử dụng nợ	3,64%	Hệ số Beta 2019	1,07
Chi phí sử dụng vốn	14,33%	Tăng trưởng dài hạn	2%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	3,65%	Thời gian dự phóng	5 năm

**► Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền**

Tổng hợp định giá FCFF		Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VNĐ)		4.990.981
(+ Tiền mặt (triệu VNĐ)		1.150
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)		1.260.656
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)		3.731.476
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)		129.628
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)		<b>28.800</b>
Tổng hợp định giá FCFE		Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)		<b>3.994.778</b>
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)		<b>30.800</b>

**► Kết quả định giá theo phương pháp so sánh**

STT	Doanh nghiệp	Mã CK	Vốn hóa (tỷ đồng)	Doanh thu (tỷ đồng)	LNST (tỷ đồng)	P/E trailing
1	CTCP Vĩnh Hoàn	VHC	7.351	8.398	1.387	5,4x
2	CTCP Đầu tư và Phát triển I.D.I	IDI	1.191	7.217	541	2,3x
3	CTCP XNK Thủy sản Cửa Long An Giang	ACL	600	1.578	215	2,7x
4	CTCP XNK Thủy sản Bến Tre	ABT	420	388	57	7,3x
Trung bình cộng						<b>4,4x</b>
<b>CTCP Nam Việt</b>		<b>ANV</b>	<b>3.396</b>	<b>4.485</b>	<b>803</b>	<b>4,05x</b>
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)						<b>21.900</b>

Dữ liệu được lấy trong 4 quý gần nhất

**TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH**
*Đơn vị: tỷ đồng*

HĐKD	2017	2018	2019F	2020F	CĐKT	2017	2018	2019F	2020F
<b>Doanh thu thuần</b>	2949	4118	4418	4549	Tài sản				
- Giá vốn hàng bán	2517	3256	3449	3733	+ Tiền và tương đương	26	69	530	630
<b>Lợi nhuận gộp</b>	432	862	969	816	+ Đầu tư TC ngắn hạn	0	452	452	452
- Chi phí bán hàng	146	161	155	159	+ Các khoản phải thu	383	569	742	745
- Chi phí quản lí DN	39	9	53	55	+ Hàng tồn kho	874	962	1.027	1.191
<b>Lợi nhuận thuần HĐKD</b>	247	693	761	602	+ Tài sản ngắn hạn khác	34	38	40	41
- (Lỗ)/lãi HĐTC	-44	-1	-30	-51	Tổng tài sản ngắn hạn	1.317	2.090	2.790	3.059
- Lợi nhuận khác	-32	1	1	1	+ Nguyên giá tài sản CĐHH	987	1.080	1.280	1.680
<b>Lợi nhuận trước thuế, lãi vay</b>	171	692	731	552	+ Khấu hao lũy kế	(790)	(870)	(952)	(1.069)
- Chi phí lãi vay	57	46	59	88	+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	197	210	328	611
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	167	690	730	550	+ Đầu tư tài chính dài hạn	478	326	326	326
- Thuế TNDN	23	86	91	68	+ Tài sản dài hạn khác	70	63	63	63
- Thuế hoãn lại	0	0	0	0	+ Xây dựng cơ bản dở dang	66	393	393	393
<b>LNST</b>	144	604	640	482	Tổng tài sản dài hạn	1.385	1.335	1.829	2.187
- Lợi ích cổ đông thiểu số	2	4	-1	2	Tổng Tài sản	2.702	3.425	4.620	5.246
LNST của cổ đông CT Mẹ	142	600	641	480					
<b>EPS (đ)</b>	0	0	0	0	Nợ & Vốn chủ sở hữu				
<b>EBITDA</b>	252	772	837	694	+ Phải trả người bán	100	119	261	240
Khấu hao	80	80	106	142	+ Vay và nợ ngắn hạn	1.025	1.251	1.923	2.083
Tăng trưởng doanh thu	4%	40%	7%	3%	+ Quỹ khen thưởng	1	1	19	14
Tăng trưởng LN HĐKD	171%	180%	10%	-21%	Nợ ngắn hạn	1.232	1.568	2.361	2.500
Tăng trưởng EBIT	17%	304%	6%	-25%	+ Vay nợ ngắn hạn	1.025	1.251	1.923	2.083
Tăng trưởng EPS	318%	320%	4%	-35%	+ Phải trả ngắn hạn khác	325	207	316	438
<b>Chỉ số khả năng sinh lời</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>	Nợ dài hạn	76	10	41	110
Tỷ suất lợi nhuận gộp	14,7%	20,9%	21,9%	17,9%	Tổng nợ	1.308	1.577	2.401	2.610
Tỷ suất LNST	4,9%	14,7%	14,5%	10,6%	+ Thặng dư	22	22	22	22
ROE DuPont	10,5%	37,0%	31,5%	19,8%	+ Vốn điều lệ	1.250	1.250	1.250	1.450
ROA DuPont	5,0%	19,6%	15,9%	9,7%	+ LN chưa phân phối	153	603	975	1.190
Tỷ suất EBIT/doanh thu	5,8%	16,8%	16,6%	12,1%	Vốn chủ sở hữu	1.398	1.848	2.219	2.635
LNST/LNTT	85,5%	86,9%	87,7%	87,2%	Lợi ích cổ đông thiểu số	(4)	0	(1)	1
LNTT / EBIT	97,2%	99,7%	99,8%	99,8%	Tổng cộng nguồn vốn	2.702	3.425	4.620	5.246
Vòng quay tổng tài sản	103,1%	134,4%	109,8%	92,2%					
Đòn bẩy tài chính	211,6%	189,0%	197,8%	203,2%					
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>	<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>
Số ngày phải thu	58,6	44,2	55,2	56,8	Tiền đầu năm	22	26	69	530
Số ngày tồn kho	151,0	104,1	110,2	113,7	Lợi nhuận sau thuế	167	690	641	480
Số ngày phải trả	12,3	23,8	21,6	19,3	+ Khấu hao	80	80	106	142
Thời gian luân chuyển tiền	197,3	124,5	143,8	151,3	+ Điều chỉnh	(21)	(71)	(4)	(18)
COGS / Hàng tồn kho	2,9	3,4	3,3	3,2	+ Thay đổi vốn lưu động	521	73	(134)	(184)
<b>Chỉ số TK/đòn bẩy TC</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>	Tiền từ hoạt động KD	746	721	608	421
CS thanh toán hiện hành	1,07	1,33	1,18	1,22	+ Thanh lý tài sản cố định	3	0	0	0
CS thanh toán nhanh	0,36	0,72	0,75	0,75	+ Chi mua sắm TSCĐ	(56)	(432)	(600)	(500)
CS thanh toán tiền mặt	0,02	0,33	0,42	0,43	+ Tăng (giảm) đầu tư	(328)	(294)	0	0
Nợ / Tài sản	0,41	0,37	0,42	0,42	+ Các hđ đầu tư khác	6	31	0	0
Nợ / Vốn CSH	0,79	0,68	0,88	0,83	Tiền từ hđ đầu tư	(375)	(685)	(600)	(500)

Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,73	0,68	0,87	0,79	+ Cổ tức đã trả	(84)	(149)	(250)	(250)
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,05	0,01	0,02	0,04	+ Tăng (giảm) vốn	0	0	0	200
Khả năng TT lãi vay	3,02	15,07	12,47	6,26	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	160	125	170	102
					+ Thay đổi nợ dài hạn	69	51	28	17
					+ Các hoạt động TC khác	0	0	0	0
					Tiền từ hoạt động TC	(366)	7	452	180
					Tổng lưu chuyển tiền tệ	4	43	461	100
					Tiền cuối năm	26	69	530	630

## VII. PHỤ LỤC

### Phụ lục 1: Giá bán của một số loài thủy sản trên thế giới

[\(trở về nội dung chính\)](#)

Loài thủy sản	Giá bán (USD/kg)	Khu vực
Tôm	10 - 15	Trung Quốc
Cá hồi	8 - 12	Na Uy
Cá ngừ	4 - 8	Thái Lan
Cá cod	8 - 10	Tây Ban Nha
Cá rô phi	2 - 4	Trung Quốc
Cá minh thái Alaska	7 - 9	Tây Ban Nha
Cá tra	1 - 4	Việt Nam

Nguồn: [www.tridge.com](http://www.tridge.com), FPTS tổng hợp

### Phụ lục 2: Một số loài cá thịt trắng phổ biến trên thế giới

[\(trở về nội dung chính\)](#)



**Cá rô phi**



**Cá tra**



**Cá minh thái Alaska**



**Cá tuyết Đại Tây Dương  
(cá cod)**



**Cá tuyết chấm đen  
(cá haddock)**



**Cá trê**

Nguồn: FPTS tổng hợp

**Phụ lục 3: Diễn biến thuế chống bán phá giá cá tra Việt Nam tại thị trường Mỹ**
[\(trở về nội dung chính\)](#)

Kỳ xem xét hành chính	Giai đoạn xem xét	Thuế suất cả nước	Đơn vị
POR 1	1/8/2003 - 31/7/2004	63,88	%
POR 2	1/8/2004 - 31/7/2005	63,88	%
POR 3	1/8/2005 - 31/7/2006	63,88	%
POR 4	1/8/2006 - 31/7/2007	63,88	%
POR 5	1/8/2007 - 31/7/2008	2,11	USD/kg
POR 6	1/8/2008 - 31/7/2009	2,11	USD/kg
POR 7	1/8/2009 - 31/7/2010	2,11	USD/kg
POR 8	1/8/2010 - 31/7/2011	2,11	USD/kg
POR 9	1/8/2011 - 31/7/2012	2,11	USD/kg
POR 10	1/8/2012 - 31/7/2013	2,39	USD/kg
POR 11	1/8/2013 - 31/7/2014	2,39	USD/kg
POR 12	1/8/2014 - 31/7/2015	2,39	USD/kg
POR 13	1/8/2015 - 31/7/2016	2,39	USD/kg
POR 14	1/8/2016 - 31/7/2017	2,39	USD/kg

Nguồn: Bộ Thương mại Hoa Kỳ (DOC), FPTs tổng hợp






**Phụ lục 4: Tỷ lệ chuyển đổi thức ăn (Feed Conversion Ratio - FCR) của một số loài thủy sản**
[\(trở về nội dung chính\)](#)

Loài	FCR
Cá hồi	1,2 - 1,5
Cá chép	1,5 - 2,0
<b>Cá tra</b>	<b>1,2 - 2,2</b>
Tôm sú	1,2 - 2,4
Tôm thẻ chân trắng	1,2 - 2,4
Cá rô phi	1,4 - 2,4

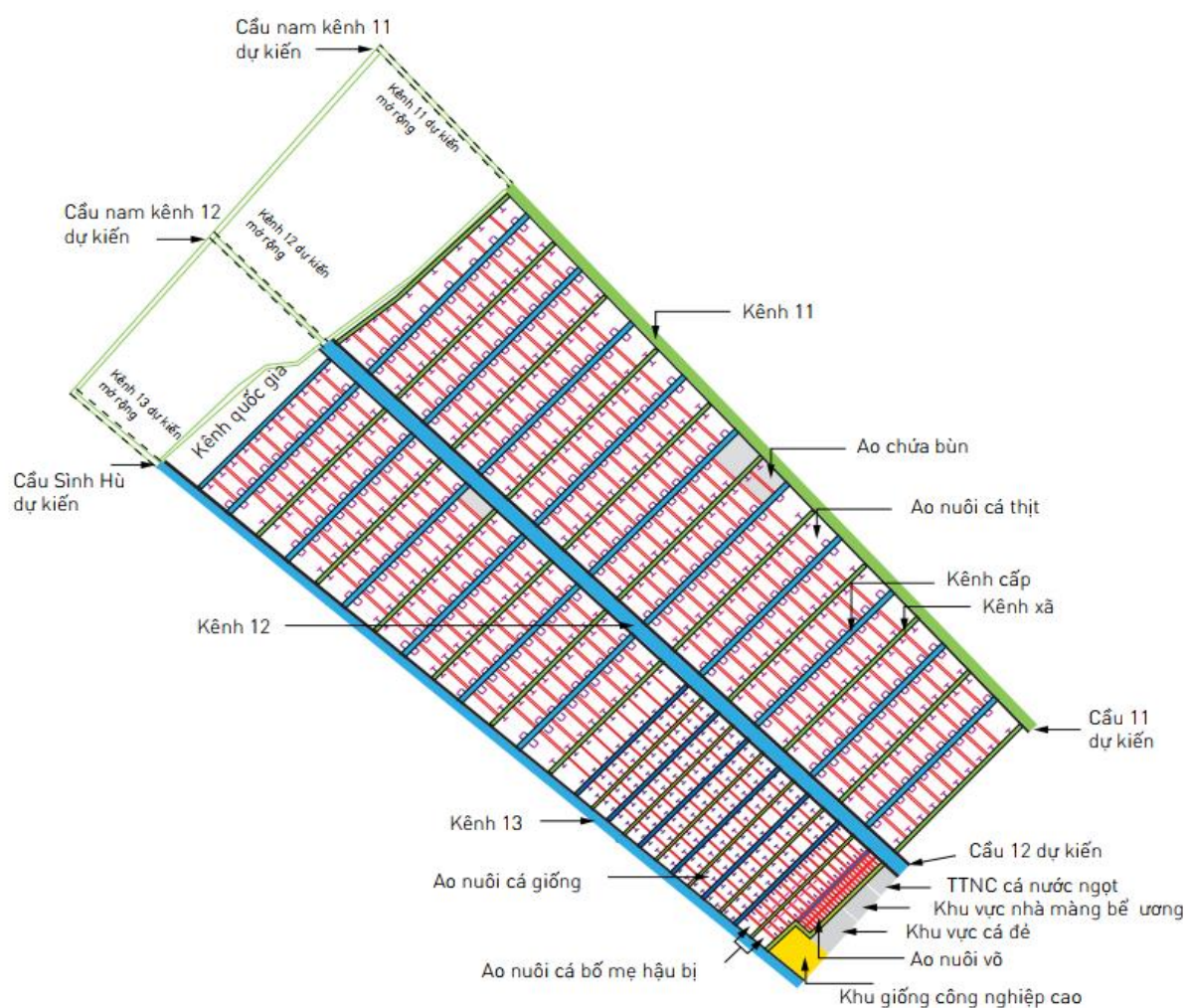
Nguồn: Jillian P Fry và các cộng sự, 2018, "Feed conversion efficiency in aquaculture: do we measure it correctly?"

<https://iopscience.iop.org/article/10.1088/1748-9326/aaa273>

**Phụ lục 5: Các giai đoạn phát triển trong vòng đời của cá tra**
[\(trở về nội dung chính\)](#)

	 Trứng cá	 Cá bột	 Cá hương	 Cá giống	 Cá trưởng thành
Thời gian nuôi	12-24 giờ	1-2 ngày	4 tuần	2 tháng	6-8 tháng
Đặc điểm	Màu vàng đục, có tính dính, nhiệt độ thích hợp cho phôi cá phát triển là 28-30 độ C.	Cấu tạo chưa hoàn chỉnh, sống chủ yếu nhờ dinh dưỡng bên trong noãn hoàng.	Cấu tạo chưa hoàn chỉnh nhưng ngoại hình đã thể hiện đặc điểm của loài, cá sống nhờ các sinh vật phù du.	Cấu tạo hoàn chỉnh, hình thái rõ ràng, trọng lượng khoảng 14-20g.	Trọng lượng khoảng 1kg, sẵn sàng thu hoạch để phục vụ chế biến.

Nguồn: FPTs tổng hợp



Nguồn: ANV

## 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 nắm giữ 41 cổ phiếu ANV và chuyên viên phân tích không nắm giữ 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**

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi,  
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.  
ĐT: (84.24) 3 773 7070 / 271 7171  
Fax: (84.24) 3 773 9058

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

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times  
Square, 136-138 Lê Thị Hồng Gấm,  
Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.  
ĐT: (84.28) 6 290 8686  
Fax: (84.28) 6 291 0607

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

100, Quang Trung, Phường Thạch  
Thang, Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng,  
Việt Nam.  
ĐT: (84.236) 3553 666  
Fax: (84.236) 3553 888