

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

Chuyên viên phân tích

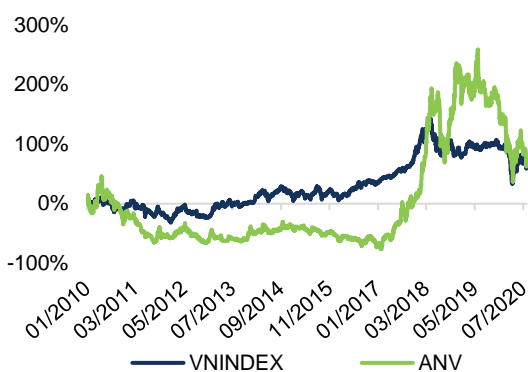
 Email: [nhilm@fpts.com.vn](mailto:nhilm@fpts.com.vn)

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

Người phê duyệt báo cáo

**Nguyễn Thị Kim Chi**

Phó Giám đốc Phân tích đầu tư

**Diễn biến giá cổ phiếu ANV và VNINDEX**

**Thông tin giao dịch 11/08/2020**

Giá hiện tại (đồng/cp)	16.450
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	21.700
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	11.100
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	127,540
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	132,123
KLGD bình quân 3 tháng (cp)	258.754
% sở hữu nước ngoài	1,31%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	1.275
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.173
P/E trailing 12 tháng (lần)	5,1x
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	3.224

**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
Lợi thế cạnh tranh	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;

Giá thị trường (đồng/cp)	16.450	Khuyến nghị
Giá mục tiêu (đồng/cp)	18.000	<b>THEO DÕI</b>
Chênh lệch	+9%	

**HOẠT ĐỘNG XUẤT KHẨU CÁ TRA BỊ ẢNH HƯỞNG TIÊU CỰC BỞI DỊCH COVID-19**

Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá cổ phiếu **ANV-CTCP Nam Việt** niêm yết trên sàn HSX. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá mục tiêu cổ phiếu ANV là **18.000 đồng/cp**, cao hơn 9% so với mức giá hiện tại. 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 mua vào ở mức giá 15.000 đồng (thấp hơn 9% so với giá đóng cửa ngày 11/08/2020).

**► ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ**

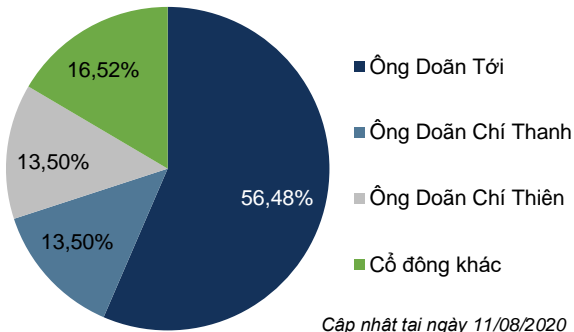
- **ANV sở hữu vùng nuôi có khả năng tự chủ 100% cá tra nguyên liệu, giúp công ty chủ động kiểm soát giá thành và chất lượng cá tra đầu vào.** Thông qua vùng nuôi hiện có với diện tích 330 ha và 450ha tăng thêm từ vùng nuôi cá tra công nghệ cao Bình Phú triển khai từ đầu năm 2019 (đến cuối T6/2020, đã hoàn thành khoảng 80% tiến độ), dự kiến mỗi năm có thể cung cấp khoảng 250.000 tấn cá tra nguyên liệu, đảm bảo đáp ứng hoàn toàn sản lượng cá tra thương phẩm, giúp ANV có thể vừa kiểm soát chất lượng đầu vào vừa hạn chế tác động khi giá cá tra nguyên liệu trên thị trường tăng mạnh.
- **Xuất khẩu cá tra sang thị trường châu Âu kỳ vọng được hưởng lợi nhờ ưu đãi thuế từ Hiệp định thương mại tự do giữa EU và Việt Nam (EVFTA).** Năm 2019, xuất khẩu cá tra của ANV sang thị trường EU chiếm khoảng 13% tổng doanh thu của công ty. Hoạt động xuất khẩu sang thị trường này kỳ vọng sẽ được hưởng lợi khi thuế suất xuất khẩu của các mặt hàng cá tra phi-lê sẽ giảm về 0% từ mức 5,5%-9% theo lộ trình sau 3 năm kể từ khi Hiệp định có hiệu lực ngày 01/08/2020.

**► YẾU TỐ CẦN THEO DÕI**

**Tình hình kiểm soát dịch bệnh Covid-19 tại các thị trường xuất khẩu.** Với khoảng hơn 80% doanh thu đến từ hoạt động xuất khẩu, kết quả kinh doanh của ANV rất nhạy cảm với sự thay đổi về nhu cầu tiêu thụ tại các thị trường. Trong 6 tháng đầu năm 2020, khi dịch Covid-19 bùng phát và lan rộng đến các khu vực xuất khẩu trọng điểm, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của ANV đã lần lượt sụt giảm 14% và 79% so với cùng kỳ.

## I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

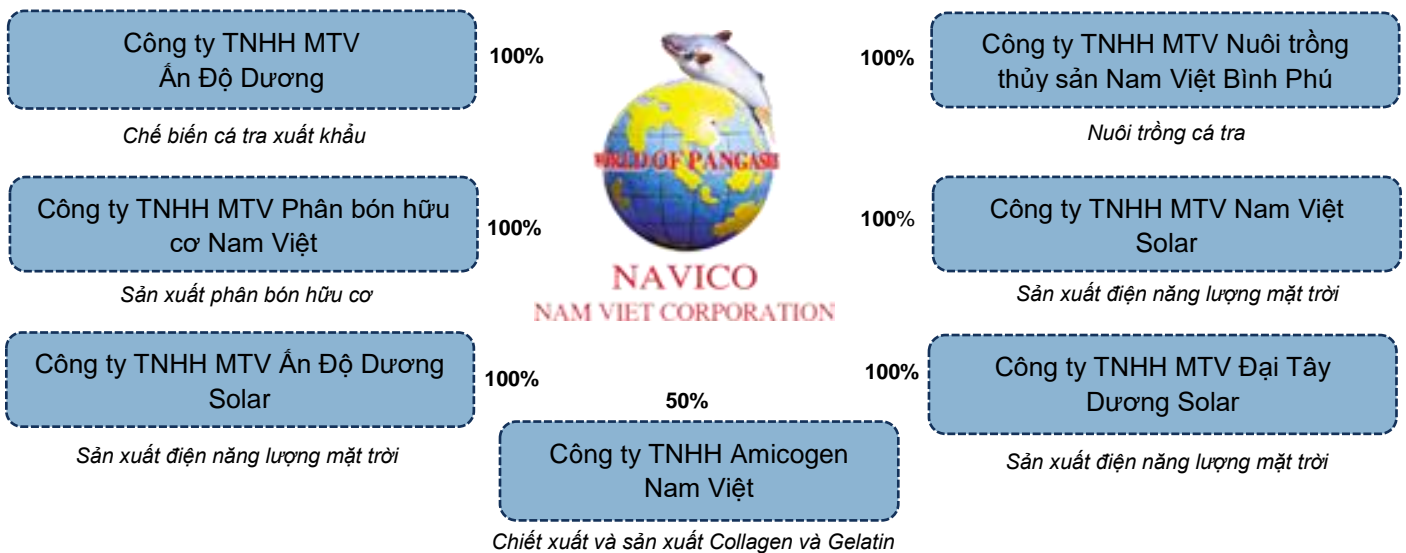
### 1. Cơ cấu cổ đông



Cập nhật tại ngày 11/08/2020  
 Nguồn: ANV, FPTS tổng hợp

Cơ cấu cổ đông của ANV khá cô đặc. Cụ thể, tỷ lệ sở hữu của gia đình ông Doãn Tới – Tổng Giám đốc của ANV chiếm hơn 80% cổ phần, trong đó, tỷ lệ sở hữu của ông Doãn Tới là 56,48%, hai con trai của ông là ông Doãn Chí Thanh và ông Doãn Chí Thiên (đều là thành viên HĐQT) đều sở hữu 13,5% cổ phần.

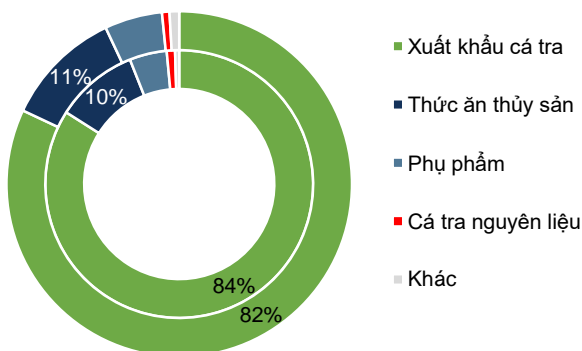
### 2. Cấu trúc công ty



Tính đến thời điểm cuối T7/2020, ANV sở hữu 6 công ty con và 1 công ty liên kết. Trong đó có 4 công ty con và 1 công ty liên kết được thành lập mới từ đầu năm 2020, hoạt động trong các lĩnh vực nhằm tận dụng lợi thế hiện có từ chuỗi giá trị của doanh nghiệp, bao gồm chiết xuất Collagen và Gelatin từ da cá tra, sản xuất điện năng lượng mặt trời thông qua áp mái nhà máy chế biến và vùng nuôi, và sản xuất phân bón hữu cơ từ phân cá/cá chết.

### 3. Hoạt động kinh doanh chính

#### Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm của ANV



Năm 2018: Vòng trong  
 Năm 2019: Vòng ngoài  
 Nguồn: ANV, FPTS tổng hợp

ANV là doanh nghiệp chuyên kinh doanh trong lĩnh vực chế biến và xuất khẩu cá tra phi-lê, trung bình doanh thu từ mảng này chiếm khoảng 80% tổng doanh thu của công ty trong giai đoạn 2015-2019. Năm 2019, mảng cá tra phi-lê xuất khẩu chiếm khoảng 82% tổng doanh thu, giảm nhẹ so với tỷ trọng 84% năm 2018.

Bên cạnh đó, kể từ năm 2016, mảng thức ăn thủy sản cũng bắt đầu đóng góp một phần doanh thu cho ANV, sau khi công ty đầu tư 8 dây chuyền sản xuất thức ăn với công suất 800 tấn/ngày. Ngoài ra, công ty còn ghi nhận doanh thu đến từ hoạt động bán phụ phẩm và cá tra nguyên liệu, với tỷ lệ đóng góp khoảng 10% doanh thu mỗi năm.

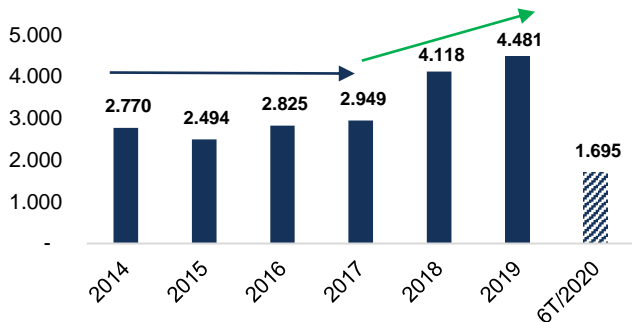
**II. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2020**
*Đơn vị: tỷ đồng*

Chỉ tiêu	6T/2020	6T/2019	% yoy	% KH 2020	% FPTS dự phóng 2020	Nhận xét
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>1.695</b>	<b>1.974</b>	<b>-14%</b>	57%	49%	Do nhu cầu tiêu thụ sụt giảm trong bối cảnh bị ảnh hưởng bởi dịch Covid-19, sản lượng cá tra xuất khẩu trong 6T/2020 của ANV đạt 24.226 tấn, chỉ ~34% tổng sản lượng xuất khẩu năm 2019. Cùng với sự ảnh hưởng tiêu cực từ phía cầu, giá bán cá tra xuất khẩu cũng thể hiện xu hướng giảm, chúng tôi ước tính giá bán xuất khẩu trung bình của ANV trong 6T/2020 ở mức khoảng 1,95 USD/kg, -15% yoy.
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>211</b>	<b>502</b>	<b>-58%</b>		44%	Biên lợi nhuận gộp trong nửa đầu năm 2020 giảm chỉ còn 12% so với mức 25% cùng kỳ năm 2019. Nguyên nhân chủ yếu là do tác động của (1) Giá bán cá tra xuất khẩu sụt giảm, cùng với (2) Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm có sự thay đổi lớn, tỷ trọng doanh thu đóng góp từ mảng cá tra nguyên liệu – mảng có biên lợi nhuận thấp, tăng từ 1% trong 6T/2019 lên đến 13% trong 6T/2020, trong khi mảng kinh doanh chính - cá tra phi-lê xuất khẩu chỉ đóng góp 64%, so với tỷ lệ trung bình là 80%.
<i>Tỷ suất lợi nhuận gộp</i>	<i>12%</i>	<i>25%</i>				
Chi phí bán hàng	92	88	+5%		59%	
Chi phí QLDN	24	19	+26%		58%	
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>95</b>	<b>395</b>	<b>-76%</b>		34%	
Doanh thu tài chính	25	26	-4%		49%	
Chi phí tài chính	39	25	+56%		54%	Đầu năm 2020, nợ vay ngắn hạn của ANV là 1.295 tỷ đồng, +26% yoy, và nợ vay dài hạn đạt 20 tỷ đồng, +216% yoy.
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	<i>30</i>	<i>20</i>	<i>+50%</i>		<i>54%</i>	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>75</b>	<b>354</b>	<b>-79%</b>	32%	33%	
CPBH/Doanh thu	5,4%	4,5%			4,5%	
CPQLDN/Doanh thu	1,4%	1,0%			1,2%	
Tỷ suất lợi nhuận từ HĐKD	5,6%	20,0%			7,7%	
Tỷ suất LNST	4,4%	17,9%			6,6%	

## 1. Hoạt động xuất khẩu cá tra gặp khó khăn do nhu cầu tiêu thụ bị ảnh hưởng bởi dịch COVID-19

Kể từ giữa năm 2018, thời điểm ANV ký hợp tác độc quyền với đối tác Shanghai Fenglei International Trading Co., LTD cung cấp sản phẩm cá tra vào thị trường Trung Quốc, giá trị xuất khẩu của ANV tăng trưởng rất tích cực. Năm 2018, doanh thu thuần của ANV đạt 4.118 tỷ đồng, +40% yoy. Đến năm 2019, mặc dù tình hình chung của mảng cá tra Việt Nam gặp khó khăn, khi lượng tồn kho tại các thị trường xuất khẩu vẫn còn lớn, giá trị xuất khẩu của mảng cá tra Việt Nam giảm 11% yoy, đạt 2,2 tỷ USD, nhưng nhờ tiếp tục phát triển mạnh mẽ tại thị trường Trung Quốc, doanh thu thuần của ANV ghi nhận mức tăng trưởng dương 9% yoy, đạt 4.481 tỷ đồng.

**Doanh thu thuần của ANV giai đoạn 2014-6T/2020 (tỷ đồng)**



Nguồn: ANV, FPTS tổng hợp

**Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm của ANV 6T/2019 và 6T/2020**

Sản phẩm	6T/2019	6T/2020
Cá tra phi-lê xuất khẩu	84%	64%
Thức ăn	11%	8%
Phụ phẩm	4%	6%
Cá tra nguyên liệu	0,8%	13%
Khác	0,2%	9%

Nguồn: ANV, FPTS tổng hợp

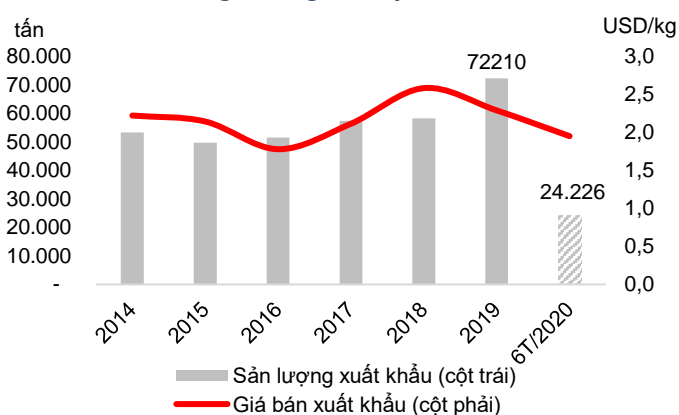
Tuy nhiên, bước sang đầu năm 2020, khi tình hình đại dịch Covid-19 bùng phát tại Trung Quốc và lan rộng đến toàn thế giới, nhất là tại các thị trường xuất khẩu trọng điểm của ngành thủy sản Việt Nam như Mỹ, EU,... đã gây ảnh hưởng nặng nề đối với các doanh nghiệp xuất khẩu trong ngành, khi toàn bộ chuỗi cung ứng đều bị gián đoạn.

Với khoảng hơn 2/3 doanh thu đến từ các thị trường xuất khẩu, kết quả hoạt động kinh doanh của ANV chịu những tác động không nhỏ. Trong 6T/2020, ANV ghi nhận doanh thu thuần đạt 1.695 tỷ đồng, -14% yoy. Trong đó, doanh thu từ mảng cá tra phi-lê xuất khẩu ghi nhận sự sụt giảm mạnh nhất, đạt khoảng 1.000 tỷ đồng, ~64% tổng doanh thu của công ty, giảm mạnh so với tỷ lệ đóng góp 82% năm 2019.

Bên cạnh đó, do tâm lý lo ngại diễn biến bất thường của dịch Covid-19, các hộ nông dân có xu hướng thu hẹp diện tích ao nuôi hoặc trì hoãn kế hoạch thả nuôi mới, khiến doanh thu mảng thức ăn thủy sản của ANV cũng bị ảnh hưởng tiêu cực. Ngoài ra, với tình hình xuất khẩu gặp khó khăn, ANV cũng gia tăng bán cá tra nguyên liệu cho các đại lý thu mua ngay tại ao nuôi, tỷ trọng doanh thu đóng góp lên đến 13% trong 6T/2020, so với tỷ lệ chỉ 1% trong 6T/2019.

### Sản lượng và giá bán cá tra xuất khẩu đồng loạt sụt giảm

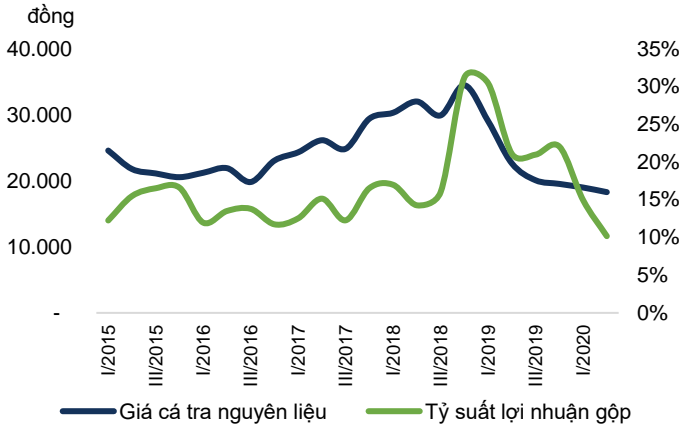
**Sản lượng cá tra xuất khẩu của ANV và giá bán xuất khẩu trung bình giai đoạn 2014-6T/2020**



Nguồn: ANV, FPTS tổng hợp và ước tính

Sản phẩm cá tra của Việt Nam tại các thị trường xuất khẩu chủ yếu được tiêu thụ tại phân khúc nhà hàng, khách sạn,... tuy nhiên trong giai đoạn diễn ra dịch Covid-19, do ảnh hưởng của lệnh phong tỏa, giãn cách xã hội,... buộc các nhà hàng phải đóng cửa, người tiêu dùng hạn chế việc ra ngoài, chủ yếu ưu tiên dùng các thực phẩm dễ dàng chế biến tại nhà, điều này khiến nhu cầu tiêu thụ cá tra giảm mạnh.

Sản lượng cá tra xuất khẩu trong 6T/2020 của ANV chỉ đạt 24.226 tấn, chỉ bằng 34% so với tổng sản lượng 72.210 tấn năm 2019. Cùng với nhu cầu hạ nhiệt, giá bán cá tra xuất khẩu tiếp tục đã giảm kể từ năm 2018. Chúng tôi ước tính giá bán cá tra xuất khẩu của ANV trong 6T/2020, chỉ đạt khoảng 1,96 USD/kg, -15% yoy.

**Tỷ suất lợi nhuận gộp trong 6T/2020 giảm chỉ còn 12%**
**Diễn biến giá cá tra nguyên liệu và tỷ suất lợi nhuận gộp theo quý của ANV giai đoạn Q1/2015-Q2/2020**


Nguồn: VASEP, ANV, FPTS tổng hợp

Kể từ năm 2018, với diện tích vùng nuôi khoảng 330 ha, ANV có thể tự chủ 100% cá tra nguyên liệu đầu vào, do đó giúp công ty có thể hạn chế tối đa được sự ảnh hưởng khi giá cá tra nguyên liệu đầu vào tăng mạnh, góp phần kiểm soát biên lợi nhuận gộp. Cụ thể, thời điểm Q4/2018, nhu cầu tiêu thụ tại các thị trường tăng cao, khiến giá bán xuất khẩu và giá cá tra nguyên liệu đồng loạt tăng mạnh, giá cá tra nguyên liệu lên đến 34.500 đồng/kg, tuy nhiên, nhờ lợi thế về khả năng tự chủ 100%, tỷ suất lợi nhuận gộp của ANV đạt đến 31% - mức cao nhất trong lịch sử hoạt động của công ty.

Tuy nhiên, trong giai đoạn 6T/2020, do ảnh hưởng khó khăn từ hoạt động xuất khẩu, nhu cầu thu mua cá tra của các nhà máy chế biến suy giảm, khiến giá cá tra nguyên liệu trên thị trường ở mức thấp, tiếp tục đà suy giảm kể từ đầu năm 2019.

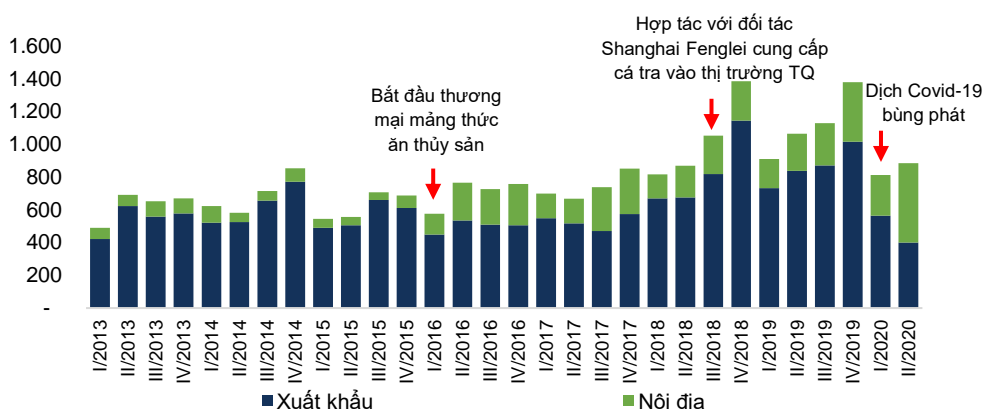
Giá cá tra nguyên liệu loại I (kích cỡ 700-800 gam/con), dao động trong khoảng 18.000-19.000 đồng/kg. Mức giá này đã thấp hơn khoảng 10-20% so với giá thành nuôi trồng của các hộ nuôi. Do vậy, trong bối cảnh này, việc có thể tự chủ hoàn toàn lượng cá tra đầu vào thông qua vùng nuôi riêng không giúp ANV tạo được lợi thế so với các doanh nghiệp trong ngành. Trước tình hình xuất khẩu gặp khó khăn, ANV cũng đã gia tăng sản lượng bán cá tra nguyên liệu cho các đại lý thu mua tại ao nuôi nhằm giảm bớt áp lực lượng tồn kho cá tra nguyên liệu của công ty ngày càng tăng, tuy nhiên trong bối cảnh giá cá tra nguyên liệu ở mức thấp, điều này cũng đã làm ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận gộp của công ty.

Tình hình giá bán xuất khẩu sụt giảm cùng với chi phí nuôi trồng cao hơn giá cá tra nguyên liệu trên thị trường, đã khiến tỷ suất lợi nhuận gộp chịu áp lực suy giảm. Thời điểm Q2/2020, tỷ suất lợi nhuận gộp của ANV giảm chỉ còn 10%, mức thấp nhất kể từ năm 2015. Như vậy, trong 6T/2020, tỷ suất lợi nhuận gộp của công ty đạt 12%, giảm 13 điểm phần trăm so với mức 25% của 6T/2019.

Từ đầu năm 2019 cho đến nay, ANV triển khai dự án Bình Phú với diện tích vùng nuôi cá nguyên liệu là 450ha, dự kiến mỗi năm cung cấp khoảng 200.000 tấn cá tra nguyên liệu. Tính đến thời điểm cuối tháng 5/2020, dự án đã hoàn thành khoảng 80% với khoảng 288 ao nuôi cá tra thương phẩm và khoảng 70 ao sản xuất cá tra giống. Tuy nhiên, theo chia sẻ của ban lãnh đạo công ty, do hoạt động xuất khẩu gặp khó khăn, dự án sẽ hoàn thành chậm hơn so với kế hoạch ban đầu và phụ thuộc vào mức độ hồi phục nhu cầu tại các thị trường xuất khẩu.

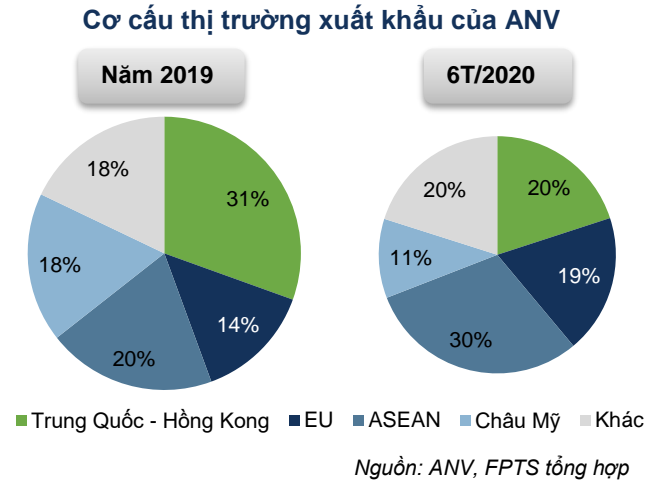
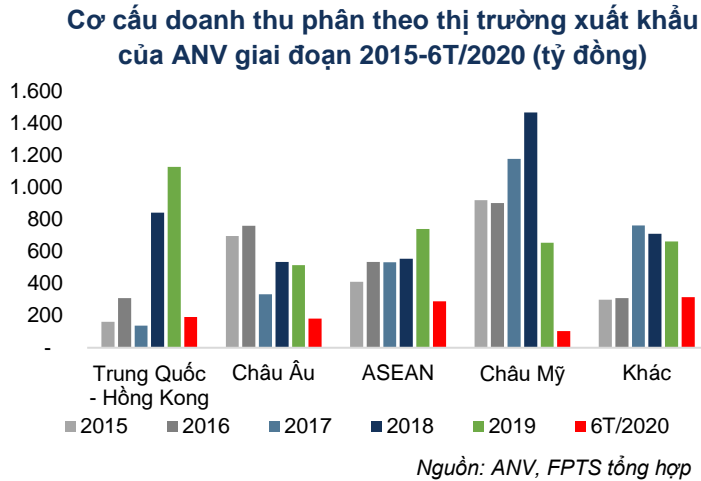
## 2. Xuất khẩu sang thị trường chủ lực Trung Quốc gặp nhiều khó khăn

### Cơ cấu doanh thu xuất khẩu và nội địa của ANV theo quý giai đoạn 2013-2020 (tỷ đồng)



Nguồn: ANV, FPTS tổng hợp

Giai đoạn 2013-2019, hoạt động xuất khẩu cá tra chiếm khoảng 75-80% cơ cấu doanh thu của ANV. Các thị trường xuất khẩu trọng điểm của công ty bao gồm thị trường Trung Quốc – Hồng Kông, EU, ASEAN và châu Mỹ. Ngoài ra, trong 6T/2020, trước nhu cầu tiêu thụ tại các thị trường xuất khẩu hạ nhiệt do ảnh hưởng của dịch Covid-19, công ty cũng đã bắt đầu triển khai phân phối sản phẩm cá tra tại thị trường nội địa nhằm bù đắp sự sụt giảm doanh số cũng như giảm bớt sự phụ thuộc vào thị trường xuất khẩu.



**Thị trường Trung Quốc (chiếm khoảng 31% tổng giá trị xuất khẩu năm 2019): Nhu cầu tiêu thụ cá tra phục hồi chậm**

Đây là thị trường xuất khẩu lớn nhất của ANV trong 2 năm gần đây, kể từ T6/2018, ANV ký hợp tác phân phối độc quyền sản phẩm cá tra tại thị trường Trung Quốc với đối tác ShangHai Fenglei International Trading. Năm 2019, doanh thu xuất khẩu sang thị trường này lên đến 1.130 tỷ đồng, trở thành một trong các nhà cung cấp cá tra hàng đầu tại thị trường Trung Quốc, cùng với CTCP Vĩnh Hoàn (VHC) và I.D.I Seafood (IDI).

Bước sang đầu năm 2020, khi tình hình dịch bệnh COVID-19 bùng phát tại Trung Quốc, giá trị xuất khẩu của ANV sang thị trường này trong Q1/2020 chỉ khoảng 37 tỷ đồng. Sang đến Q2/2020, khi tình hình dịch bệnh tại Trung Quốc cơ bản được kiểm soát, giá trị xuất khẩu cá tra của ANV sang thị trường này phục hồi dần, đạt khoảng 156 tỷ đồng (+321% qoq). Tuy nhiên so với cùng kỳ, mức phục hồi này vẫn còn khá chậm, khi người tiêu dùng vẫn còn hạn chế đến ăn uống tại các nhà hàng, chuỗi ẩm thực,... vì tâm lý lo ngại làn sóng Covid-19 bùng phát lần thứ hai cũng như việc Trung Quốc đang siết chặt kiểm soát các lô hàng thủy sản nhập khẩu sau khi phát hiện virus corona trên các bao bì tôm nhập khẩu từ Ecuador.

**Thị trường Đông Nam Á (chiếm khoảng 20% tổng giá trị xuất khẩu năm 2019): Chủ yếu xuất khẩu sang thị trường Thái Lan, điểm sáng duy nhất cho hoạt động xuất khẩu cá tra của ANV**

Trong giai đoạn 6T/2020, doanh thu xuất khẩu sang thị trường ASEAN, chủ yếu là Thái Lan của ANV đạt khoảng 290 tỷ đồng. Kể từ năm 2018, Thái Lan bắt đầu tăng cường nhập khẩu cá tra của Việt Nam bên cạnh các nguồn cung cá thịt trắng khác như cá minh thái Alaska từ Mỹ, cá rô phi từ Trung Quốc,... Với lợi thế về thuế nhập khẩu mặt hàng cá tra phi-lê đông lạnh ở mức 0% cũng như nhu cầu tiêu thụ ổn định, chúng tôi kỳ vọng giá trị xuất khẩu cá tra của ANV sẽ tiếp tục tăng trưởng tại thị trường Thái Lan trong giai đoạn tới.

**Thị trường nội địa: Bước đầu triển khai hoạt động tiêu thụ cá tra tại thị trường nội địa nhằm giảm bù đắp sự sụt giảm giá trị xuất khẩu**

ANV bắt đầu đẩy mạnh tiêu thụ các sản phẩm cá tra tại thị trường nội địa từ đầu năm 2020. Công ty phân phối các sản phẩm như cá tra phi-lê, các sản phẩm giá trị gia tăng như chả cá viên, cá tra tẩm bột,... đến suất ăn của các khu công nghiệp, trường học, quân đội... Ngoài ra, công ty còn tiến hành hợp tác sản xuất, tiêu thụ sản phẩm cá tra với các đối tác như chuỗi phân phối VinEco của tập đoàn Masan, siêu thị Mega,... Doanh thu ghi nhận trong 6T/2020 là khoảng 132 tỷ đồng, chiếm 8% tổng doanh thu của ANV. [\(xem chi tiết phụ lục 1: Một số hình ảnh sản phẩm cá tra tiêu thụ tại thị trường nội địa\)](#)

Sản phẩm cá tra từ lâu được các doanh nghiệp chế biến cá tra Việt Nam đẩy mạnh phát triển tại thị trường nội địa, tuy nhiên vẫn chưa thực sự mang lại hiệu quả do thói quen sử dụng cá tra trong các bữa ăn của người tiêu dùng

còn khá thấp. Theo chia sẻ của công ty, thời gian tới công ty sẽ tiếp tục đẩy mạnh các chương trình quảng bá, tiếp thị, nhằm giới thiệu rộng rãi sản phẩm cá tra đến người tiêu dùng trong nước, gia tăng hoạt động bán hàng vào thị trường nội địa và góp phần hạn chế việc phụ thuộc vào thị trường xuất khẩu.

### 3. Tận dụng chuỗi giá trị hiện tại, ANV triển khai các dự án đầu tư mới

Đầu tháng 04/2020, ANV góp vốn 50% và công ty TNHH Đại Tây Dương (công ty thuộc sở hữu của Tổng giám đốc công ty – ông Doãn Tới) góp vốn 50% trong tổng vốn điều lệ 46,48 tỷ đồng, để thành lập công ty TNHH Amicogen Nam Việt tại Khu công nghiệp Thốt Nốt, tỉnh Cần Thơ để sản xuất Collagen và Gelatin từ da cá tra. Với vốn đầu tư dự kiến là 12 triệu USD, mỗi năm nhà máy có thể cung cấp khoảng 800 tấn thành phẩm Collagen và Gelatin. Hiện tại, tiến độ thực hiện dự án đang chậm hơn so với kế hoạch ban đầu (cuối năm 2020), do các chuyên gia từ Hàn Quốc chưa thể sang Việt Nam làm việc vì lo ngại dịch Covid-19.

Đến giữa tháng 05/2020, ANV tiếp tục thành lập ba công ty con – bao gồm công ty TNHH MTV Nam Việt Solar, công ty TNHH MTV Ấn Độ Dương Solar và công ty TNHH MTV Đại Tây Dương Solar để triển khai đầu tư mảng sản xuất năng lượng điện mặt trời. Theo chia sẻ của doanh nghiệp, dự án này sẽ được chia thành 2 giai đoạn, cụ thể như sau:

- Giai đoạn 1 - áp mái nhà máy chế biến cá tra, công suất là 20 MWp, với vốn đầu tư là 10 triệu USD, dự kiến hoàn thành vào cuối năm 2020.
- Giai đoạn 2 – áp mái vùng nuôi cá tra Bình Phú, công suất là 150 MWp, với vốn đầu tư là 33,5 triệu USD, dự kiến hoàn thành vào khoảng T12/2021.

Hiện tại, dự án đã được UBND tỉnh cấp giấy phép và đang trình Bộ Công thương phê duyệt.

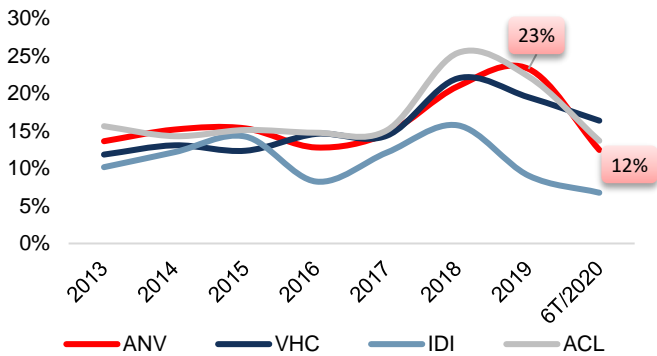
Ngoài ra, cuối tháng 7/2020, ANV góp vốn 5 tỷ đồng thành lập Công ty TNHH MTV Phân bón hữu cơ Nam Việt để triển khai dự án sản xuất phân hữu cơ, nhằm tận dụng từ nguồn phân cá dưới đáy ao và cá chết từ vùng nuôi với tổng công suất khoảng 70.000 tấn/năm, dự kiến dự án này sẽ đi vào hoạt động vào khoảng Q4/2020.

Chúng tôi sẽ tiếp tục cập nhật tình hình triển khai các dự án đầu tư mới này khi có các thông tin cụ thể hơn.

### III. PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

#### 1. Tỷ suất lợi nhuận gộp suy giảm theo xu hướng chung của các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra

**So sánh tỷ suất lợi nhuận gộp của một số doanh nghiệp trong mảng trong giai đoạn 2013-6T/2020**



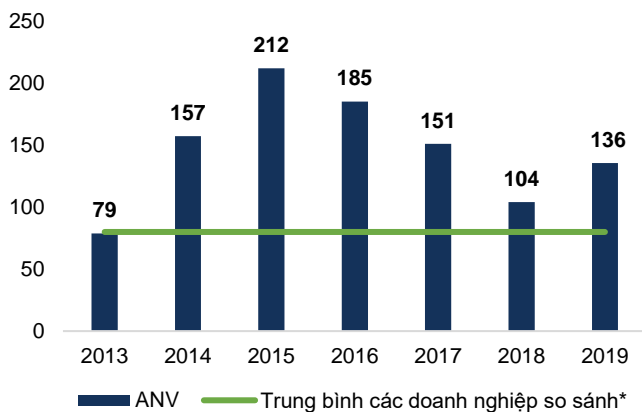
Nguồn: FPTs tổng hợp

Tỷ suất lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra Việt Nam diễn biến khá tương đồng. Năm 2019, nhờ lợi thế khép kín chuỗi giá trị cũng như tăng trưởng tích cực tại thị trường Trung Quốc, tỷ suất lợi nhuận gộp của ANV tiếp tục tăng từ 21% năm 2018 lên 23%, trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp còn lại đều suy giảm.

Đến 6T/2020, do ảnh hưởng của dịch Covid-19, giá bán xuất khẩu giảm mạnh, tác động tiêu cực đến tỷ suất lợi nhuận gộp của toàn mảng. Lợi thế tự chủ về nguồn đầu vào không mang lại nhiều ưu thế cho ANV trong bối cảnh giá cá tra nguyên liệu thấp hơn chi phí nuôi trồng, tỷ suất lợi nhuận gộp của công ty giảm về mức 12%, thấp hơn biên lợi nhuận gộp của VHC (16%) - doanh nghiệp có thị phần xuất khẩu cá tra lớn nhất Việt Nam với tỷ lệ tự chủ cá tra nguyên liệu đầu vào khoảng 60%.

#### 2. Hoạt động xuất khẩu gặp khó khăn, hàng tồn kho tiếp tục tăng cao

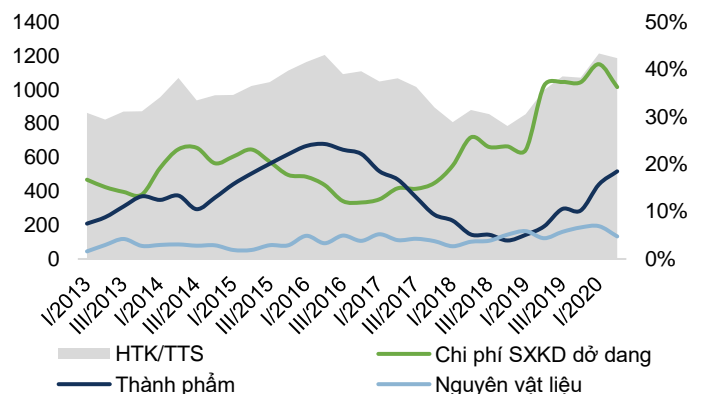
**Số ngày tồn kho của ANV giai đoạn 2013-2019**



\*Bao gồm: VHC, IDI, ACL

Nguồn: FPTs tổng hợp

**Cơ cấu hàng tồn kho theo quý của ANV từ Q1/2013-Q2/2020 (tỷ đồng)**



Nguồn: ANV, FPTs tổng hợp

Giai đoạn 2015-2018, số ngày tồn kho của ANV cải thiện theo xu hướng tích cực, từ 212 ngày giảm còn 104 ngày. Tuy nhiên, so với số ngày tồn kho của trung bình các doanh nghiệp trong mảng khoảng 80 ngày, số ngày tồn kho của ANV vẫn ở mức khá cao.

Bước sang năm 2019, khi dự án vùng nuôi cá tra Bình Phú của công ty bắt đầu khởi động, công ty tiến hành thả nuôi dần trên các ao đã hoàn thành, sản lượng cá tra nguyên liệu trong ao nuôi tăng, thể hiện khi chi phí sản xuất kinh doanh dở dang trong cơ cấu hàng tồn kho của công ty đến thời điểm Q2/2020, đã tăng 53% lên đến 1.016 tỷ đồng, so với giá trị đầu năm 2019 là 665 tỷ đồng. Cùng với đó, giá trị thành phẩm tồn kho tại Q2/2020, cũng đã tăng 169% yoy, đạt 518 tỷ đồng. Do vậy, sản lượng cá tra nguyên liệu lớn từ vùng nuôi và thành phẩm tồn kho đang có xu hướng tăng sẽ gây áp lực lớn cho ANV nếu trong giai đoạn tới, tình hình tiêu thụ tại các thị trường tiếp tục gặp khó khăn.



#### IV. KẾ HOẠCH KINH DOANH NĂM 2020 CỦA ANV VÀ ĐÁNH GIÁ

##### Kế hoạch kinh doanh năm 2020 của ANV

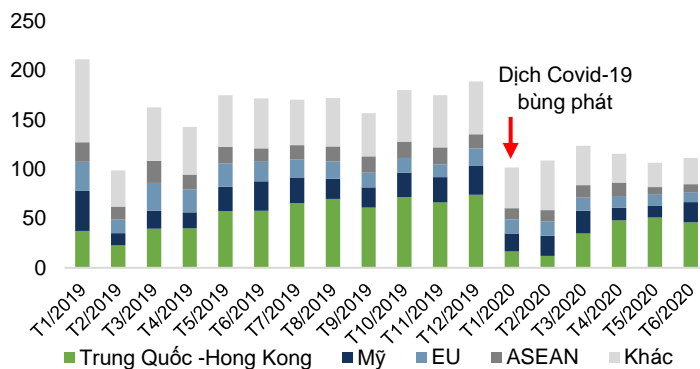
	Đơn vị	Kế hoạch năm 2020	Thực hiện năm 2019	% yoy	% 6T-2020/KH 2020
<b>Tổng doanh thu</b>	tỷ đồng	3.000	4.519	<b>-34%</b>	57%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	tỷ đồng	200	704	<b>-72%</b>	38%

Nguồn: ANV, FPTS tổng hợp

ANV đặt kế hoạch tổng doanh thu đạt 3.000 tỷ đồng, -34% yoy và lợi nhuận sau thuế chỉ ở mức 200 tỷ đồng, -72% yoy. Trong 6T/2020, ANV đã hoàn thành 57% kế hoạch doanh thu và 38% kế hoạch về lợi nhuận sau thuế. Chúng tôi dự phóng, năm 2020, ANV sẽ đạt doanh thu thuần khoảng 3.441 tỷ đồng, -23% yoy và lợi nhuận sau thuế là 196 tỷ đồng, -72% yoy.

**Nhu cầu tiêu thụ cá tra khó hồi phục mạnh trong nửa cuối năm 2020, phụ thuộc lớn vào tình hình kiểm soát dịch Covid-19 tại các thị trường xuất khẩu**

**Giá trị xuất khẩu cá tra của Việt Nam tại các thị trường xuất khẩu từ T1/2019-T6/2020 (triệu USD)**



Nguồn: VASEP, FPTS tổng hợp

Cá tra là loài thủy sản xuất khẩu đặc trưng của Việt Nam, với thị phần gần như tuyệt đối trên thế giới lên đến 90%, tuy nhiên, mức độ nhận diện và lợi thế cạnh tranh so với các loài thủy sản khác như cá hồi, cá ngừ, tôm,... hay với các loài cá thịt trắng tương đồng như cá cod, cá minh thái Alaska, cá rô phi,... còn khá thấp. Trong khi đó, doanh thu của các doanh nghiệp chế biến cá tra trong nước, gần như phụ thuộc hoàn toàn vào thị trường xuất khẩu. Do vậy, tình hình xuất khẩu cá tra Việt Nam rất nhạy cảm với sự thay đổi về nhu cầu tiêu thụ tại các thị trường xuất khẩu.

Thị trường xuất khẩu cá tra lớn nhất của Việt Nam - Trung Quốc nhờ sớm kiểm soát dịch Covid-19, từ cuối tháng 3, giá trị xuất khẩu cá tra sang thị trường này đã bắt đầu khôi phục, nhưng mức độ phục hồi tại thị trường này vẫn còn khá chậm, chỉ khoảng 70% so với giá trị xuất khẩu cùng kỳ 2019.

Bên cạnh đó, hoạt động xuất khẩu sang các thị trường trọng điểm còn lại như Mỹ, EU vẫn còn nhiều khó khăn, do tình hình dịch bệnh tại các khu vực này vẫn còn diễn biến phức tạp. Hiệp hội Thủy sản Việt Nam (VASEP) dự báo, nhu cầu tiêu thụ cá tra tại các thị trường xuất khẩu khó hồi phục mạnh trong nửa cuối năm 2020, do đó, giá cá tra nguyên liệu và giá bán xuất khẩu khả năng cao vẫn tiếp tục duy trì ở mức thấp, và mức độ phục hồi sẽ phụ thuộc hoàn toàn vào tình hình kiểm soát dịch Covid-19 tại các thị trường xuất khẩu.

#### **Ưu đãi từ Hiệp định EVFTA, tạo điều kiện thuận lợi đẩy mạnh giá trị xuất khẩu sang thị trường EU**

Năm 2019, giá trị xuất khẩu sang thị trường châu Âu của ANV chiếm khoảng 13% tổng giá trị xuất khẩu của công ty. ANV đang có cơ hội gia tăng giá trị xuất khẩu sang thị trường này nhờ ưu đãi thuế từ Hiệp định thương mại tự do giữa EU và Việt Nam (EVFTA) bắt đầu có hiệu lực từ ngày 01/08/2020. Theo đó, thuế suất của các mặt hàng cá tra sẽ giảm dần từ 4,5%-5,5% về mức 0% kể từ đầu năm 2023. ([xem chi tiết Phụ lục 2: Thống kê thuế suất ưu đãi của các mặt hàng cá tra xuất khẩu theo Hiệp định EVFTA](#)).

Tuy nhiên, trong ngắn hạn, mức thuế ưu đãi cho mặt hàng cá tra xuất khẩu theo hiệp định EVFTA là không đáng kể, cùng với đó là tình hình dịch Covid-19 tại EU vẫn chưa hoàn toàn được kiểm soát, do đó, chúng tôi đánh giá các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra nói chung và ANV nói riêng vẫn chưa thể tận dụng lợi thế này để gia tăng giá trị xuất khẩu trong nửa cuối năm 2020.

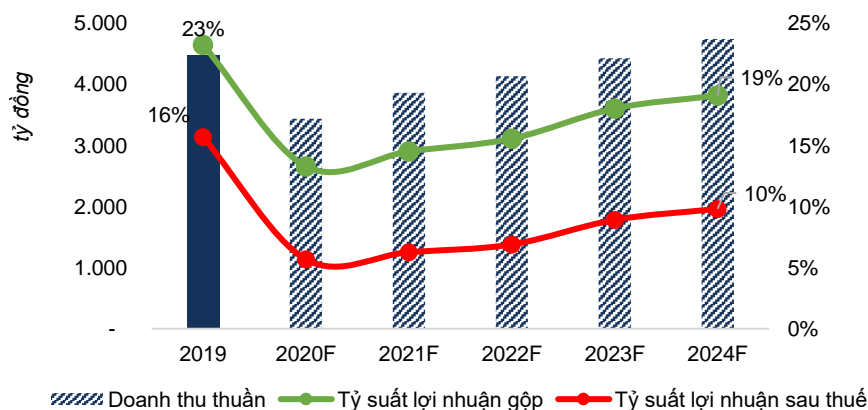
## V. TRIỂN VỌNG VÀ CẬP NHẬT DỰ PHÓNG KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Dựa trên những phân tích về tình hình hoạt động kinh doanh và tài chính của doanh nghiệp, chúng tôi tiến hành cập nhật dự phóng kết quả kinh doanh của ANV giai đoạn 2020F-2024F với các giả định như sau:

Chỉ tiêu	T11/2019 Chi tiết	T08/2020	Giả định
<b>Tổng doanh thu</b>	CAGR 6%	CAGR 8%	<p><i>Màng cá tra xuất khẩu:</i> được kỳ vọng tăng trưởng với CAGR 8% trong giai đoạn 2020F-2024F.</p> <p>Năm 2020, do ảnh hưởng của dịch bệnh Covid-19 đến nhu cầu tiêu thụ cá tra tại các thị trường xuất khẩu. Giá trị xuất khẩu cá tra của ANV đến các thị trường châu Á (bao gồm Trung Quốc và ASEAN), EU và châu Mỹ ước tính lần lượt giảm 20%, 30% và 15% yoy; giai đoạn 2021F-2024F, nhu cầu bắt đầu phục hồi dần, giá trị xuất khẩu của ANV tăng trưởng tại các thị trường với mức bình quân mỗi năm lần lượt là 10%, 10% và 2%.</p> <p><i>Màng còn lại (bao gồm thương mại thức ăn, phụ phẩm và khác):</i> Là các sản phẩm được sản xuất từ phụ phẩm của quá trình chế biến cá tra phi-lê, do vậy, tốc độ tăng trưởng của các màng này khá tương đồng với màng cá tra xuất khẩu. Năm 2020, sụt giảm 22% yoy, giai đoạn 2021-2024: tăng trưởng ở mức CAGR 10%.</p>
<b>Tỷ suất lợi nhuận gộp</b>	18%-20%	13%-19%	<p>Chịu tác động kép từ nhu cầu tiêu thụ hạ nhiệt và giá bán xuất khẩu suy giảm, tỷ suất lợi nhuận gộp của ANV trong năm 2020 được ước tính ở mức 13%. Giai đoạn 2021F-2024F, dao động ở mức 15%-19%.</p>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	10%-12%	6%-10%	<p>Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp trong giai đoạn 2020-2024 vẫn giữ mức ổn định so với giai đoạn trước, lần lượt chiếm khoảng 4,8% và 1,4% doanh thu thuần. Giả định thuế suất thuế TNDN của doanh nghiệp trong giai đoạn này bằng với mức thuế suất năm 2019, khoảng 15%, do đó lợi nhuận sau thuế của ANV trong giai đoạn này ở mức khoảng 6%-10%.</p>

Với các giả định về hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh của ANV trong giai đoạn 2020F – 2024F như sau:

**Doanh thu thuần, tỷ suất lợi nhuận gộp, tỷ suất lợi nhuận sau thuế trong giai đoạn 2019-2024F**



Nguồn: FPT S tổng hợp

## VI. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá ANV bằng cách sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF) và dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE). Giá trị cổ phiếu ANV có mức bình quân là **18.000 VNĐ/cp**, cao hơn 9% so với mức giá đóng cửa ngày 11/08/2020. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu ANV cho mục tiêu trung và dài hạn.

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	18.870	50%
2	Chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE)	17.200	50%
<b>Bình quân giá các phương pháp (VNĐ/cp)</b>		<b>18.000</b>	

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

Giả định mô hình	T10/2019	T08/2020	Giả định mô hình	T10/2019	T08/2020
WACC 2020	9,52%	10,36%	Phân bù rủi ro	10%	8,31%
Chi phí sử dụng nợ	3,64%	3,72%	Hệ số Beta 2020	1,07	1,41
Chi phí sử dụng vốn	14,33%	14,76%	Tăng trưởng dài hạn	2%	1%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	3,65%	3,05%	Thời gian dự phóng	5 năm	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)		3.807.181
(+ Tiền mặt (triệu VNĐ)		1.150
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)		1.315.305
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)		2.493.026
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)		132.122
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)		<b>18.870</b>
Tổng hợp định giá FCFE		Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)		<b>2.267.525</b>
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)		<b>17.200</b>

### Lịch sử khuyến nghị

Khuyến nghị	Thời gian	Báo cáo chi tiết
<b>THEO DÕI</b>	T11/2019	<a href="#">Báo cáo định giá lần đầu</a>

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

HĐKD	2018	2019	2020F	2021F	CĐKT	2018	2019	2020F	2021F
<b>Doanh thu thuần</b>	4.118	4.481	3.441	3.867	Tài sản				
- Giá vốn hàng bán	3.256	3.438	2.957	3.236	+ Tiền và tương đương	69	25	155	177
<b>Lợi nhuận gộp</b>	862	1.043	484	630	+ Đầu tư TC ngắn hạn	452	585	585	585
- Chi phí bán hàng	161	191	155	178	+ Các khoản phải thu	569	443	471	608
- Chi phí quản lí DN	9	47	41	50	+ Hàng tồn kho	962	1.583	1.291	1.384
<b>Lợi nhuận thuần HĐKD</b>	693	805	288	402	+ Tài sản ngắn hạn khác	38	54	43	48
- (Lỗ)/lãi HĐTC	-1	-8	-21	-31	Tổng tài sản ngắn hạn	2.090	2.690	2.546	2.802
- Lợi nhuận khác	1	33	0	0	+ Nguyên giá tài sản CĐHH	1.080	1.160	1.436	1.719
<b>Lợi nhuận trước thuế, lãi vay</b>	692	831	266	372	+ Khấu hao lũy kế	(870)	(891)	(983)	(1.098)
- Chi phí lãi vay	46	49	56	64	+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	210	269	453	621
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	690	831	266	372	+ Đầu tư tài chính dài hạn	326	144	144	144
- Thuế TNDN	86	127	41	57	+ Tài sản dài hạn khác	63	75	75	75
- Thuế hoãn lại	0	0	0	0	+ Xây dựng cơ bản dở dang	393	671	435	0
<b>LNST</b>	604	704	226	315	Tổng tài sản dài hạn	1.335	1.444	1.595	1.528
- Lợi ích cổ đông thiểu số	4	0	2	2	Tổng Tài sản	3.425	4.135	4.141	4.330
LNST của cổ đông CT Mẹ	600	704	224	313	Nợ & Vốn chủ sở hữu				
<b>EPS (đ)</b>	0	0	0	0	+ Phải trả người bán	119	200	104	111
<b>EBITDA</b>	772	912	373	505	+ Vay và nợ ngắn hạn	1.251	1.295	1.467	1.481
Khấu hao	40%	9%	-23%	12%	+ Quỹ khen thưởng	1	0	0	0
Tăng trưởng doanh thu	180%	16%	-64%	40%	Nợ ngắn hạn	1.568	1.728	1.706	1.744
Tăng trưởng LN HĐKD	304%	20%	-68%	39%	+ Vay nợ ngắn hạn	1.251	1.295	1.467	1.481
Tăng trưởng EBIT	321%	15%	-68%	40%	+ Phải trả ngắn hạn khác	207	316	433	238
Tăng trưởng EPS	40%	9%	-23%	12%	Nợ dài hạn	10	20	79	170
<b>Chỉ số khả năng sinh lời</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>	Tổng nợ	1.577	1.749	1.785	1.914
Tỷ suất lợi nhuận gộp	21%	23%	14%	16%	+ Thặng dư	22	21	21	21
Tỷ suất LNST	15%	16%	7%	8%	+ Vốn điều lệ	1.250	1.275	1.275	1.275
ROE DuPont	37%	33%	9%	13%	+ LN chưa phân phối	603	1.117	1.085	1.143
ROA DuPont	20%	19%	5%	7%	Vốn chủ sở hữu	1.848	2.386	2.355	2.412
Tỷ suất EBIT/doanh thu	17%	19%	8%	10%	Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	2	4
LNST/LNTT	87%	85%	84%	84%	Tổng cộng nguồn vốn	3.425	4.135	4.141	4.330
LNTT / EBIT	100%	100%	100%	100%	<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>
Vòng quay tổng tài sản	134%	119%	83%	91%	Tiền đầu năm	26	69	25	155
Đòn bẩy tài chính	189%	179%	174%	177%	Lợi nhuận sau thuế	690	831	224	313
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>	+ Khấu hao	80	81	107	133
Số ngày phải thu	44	40	45	50	+ Điều chỉnh	(71)	(150)	12	(3)
Số ngày tồn kho	104	136	160	157	+ Thay đổi vốn lưu động	73	(439)	70	(205)
Số ngày phải trả	10	13	11	10	Tiền từ hoạt động KD	721	328	412	238
Thời gian luân chuyển tiền	139	162	194	196	+ Thanh lý tài sản cố định	0	0	0	0
COGS / Hàng tồn kho	3	2	2	2	+ Chi mua sắm TSCĐ	(432)	(432)	(258)	(65)
<b>Chỉ số TK/đòn bẩy TC</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>	+ Tăng (giảm) đầu tư	(294)	46	0	0
CS thanh toán hiện hành	1,3	1,6	1,5	1,6	+ Các hđ đầu tư khác	31	56	0	0
CS thanh toán nhanh	0,7	0,6	0,7	0,8					
CS thanh toán tiền mặt	0,3	0,4	0,4	0,4					
Nợ / Tài sản	0,4	0,3	0,4	0,4					
Nợ / Vốn CSH	0,7	0,6	0,7	0,7					

Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,7	0,5	0,6	0,6	Tiền từ hữ đầu tư	(685)	(252)	(258)	(65)
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,0	0,0	0,0	0,1	+ Cổ tức đã trả	(149)	(191)	(255)	(255)
Khả năng TT lãi vay	15,1	17,0	4,8	5,8	+ Tăng (giảm) vốn	0	25	0	0
					+ Thay đổi nợ ngắn hạn	125	53	157	87
					+ Thay đổi nợ dài hạn	51	39	(44)	(24)
					+ Các hoạt động TC khác	0	0	0	0
					Tiền từ hoạt động TC	7	(120)	(24)	(150)
					Tổng lưu chuyển tiền tệ	43	(44)	130	23
					Tiền cuối năm	69	25	155	177

## VII. PHỤ LỤC

### Phụ lục 1: Một số hình ảnh sản phẩm cá tra tiêu thụ tại thị trường nội địa của ANV

[\(trở về nội dung chính\)](#)



Nguồn: ANV, FPT S tổng hợp

### Phụ lục 2: Thống kê thuế suất ưu đãi của mặt hàng cá tra Việt Nam xuất khẩu sang EU theo Hiệp định EVFTA

[\(trở về nội dung chính\)](#)

Mô tả hàng hóa	Tỷ trọng đóng góp trong tổng GTXK cá tra sang EU	Thuế ưu đãi GSP	Thuế suất cơ sở	Danh mục thuế ưu đãi EVFTA	01/08/2020-31/12/2020	01/01/2021-31/12/2021	01/01/2022-31/12/2022	Từ 01/01/2023 về sau
Cá tra tươi hoặc ướp lạnh	3%	4,5%	8%	B3	4,500%	4,000%	2,000%	0,000%
Cá tra đông lạnh	4%	4,5%	8%	B3	4,500%	4,000%	2,000%	0,000%
Cá tra phi-lê tươi hoặc ướp lạnh	8%	5,5%	9%	B3	5,500%	4,500%	2,250%	0,000%
Cá tra phi-lê đông lạnh	85%	5,5%	5,5%	B3	4,125%	2,750%	1,375%	0,000%

Nguồn: ANV, FPT S tổng hợp

## 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 48 cổ phiếu ANV, người phê duyệt báo cáo 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**

Tầng 3, toà nhà Tràng Tiền, 130 Đống  
Đa, Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng, Việt  
Nam.  
ĐT: (84.236) 3553 666  
Fax: (84.236) 3553 888