

NGÀNH: THỦY SẢN
Ngày 07 tháng 11 năm 2023
CÔNG TY CỔ PHẦN NAM VIỆT (HSX: ANV)
Lê Quốc Trung

Chuyên viên phân tích

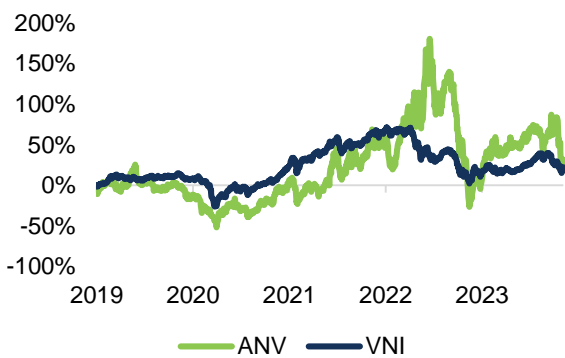
 Email: trunglq@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext : 7585

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Đức Thành Nhân

Trưởng nhóm Phân tích đầu tư

Diễn biến giá cổ phiếu ANV và VNINDEX


Thông tin giao dịch	06/11/2023
Giá hiện tại (đồng/cp)	28.000
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	39.700
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	15.600
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	134
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	133
KLGD bình quân 10 ngày (cp)	2.131.500
% sở hữu nước ngoài	3,8%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	1.335
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.728
P/E trailing 12 tháng (lần)	24,04x
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	1.140

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	CTCP Nam Việt
Địa chỉ	19D, Trần Hưng Đạo, P. Mỹ Quý, TP. Long Xuyên, tỉnh An Giang
Doanh thu chính	Chế biến cá tra xuất khẩu
Chi phí chính	Chi phí cá tra nguyên liệu
Rủi ro chính	Nguồn cung cá nguyên liệu toàn ngành tăng ngoài dự kiến, rào cản chất lượng và thuế quan

Giá thị trường:	28.000	Khuyến nghị
Giá mục tiêu:	38.200	MUA
Chênh lệch:	36%	

KỶ VỌNG HOẠT ĐỘNG XUẤT KHẨU PHỤC HỒI MẠNH MẼ TỪ 2H/2024

Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá mã 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 38.200 đồng/cp, cao hơn 36% so với mức giá hiện tại. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với mã cổ phiếu ANV, khuyến nghị này đưa ra dựa trên các luận điểm sau:

➤ ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- ANV hưởng lợi từ cán cân cung - cầu toàn ngành kỳ vọng thâm hụt từ 2H/2024.** Chúng tôi cho rằng nguồn cung cá tra thất chặt do hệ quả giá cá tra nguyên liệu thấp trong năm 2023, kết hợp dự báo nhu cầu cá tra phục hồi trên diện rộng sẽ khiến cán cân cung - cầu cá tra thâm hụt từ 2H/2024. Chúng tôi kỳ vọng sự thâm hụt này sẽ hỗ trợ sự phục hồi giá bán bình quân và biên lợi nhuận gộp của ANV. Chúng tôi dự phóng giá bán bình quân và biên lợi nhuận gộp năm 2024 của ANV lần lượt đạt 2,3 USD/kg (+5 % YoY) và 17,8% (+7 đpt YoY). ([chi tiết](#))
- Triển vọng đẩy mạnh xuất khẩu sang thị trường chủ lực Trung Quốc (chiếm 28% tổng doanh thu) trong năm 2024.** Trong 9T/2023, hoạt động xuất khẩu sang Trung Quốc của ANV ghi nhận sự phục hồi tích cực đầu tiên sau giai đoạn 2020 - 2022, doanh thu 9T/2023 ghi nhận đạt 852 tỷ đồng (+129% YoY) chủ yếu nhờ tập khách hàng mở rộng tích cực. Chúng tôi kỳ vọng nền tảng tập khách hàng mở rộng, kết hợp triển vọng nhu cầu cá tra tại Trung Quốc phục hồi sẽ thúc đẩy doanh thu từ thị trường này của ANV tăng trưởng tích cực trong năm 2024, dự phóng đạt 1.482 tỷ đồng (+26% YoY). ([chi tiết](#))
- Triển vọng mở rộng tích cực từ thị trường mới là Mỹ trong năm 2024.** Mỹ là thị trường ANV mới xuất khẩu từ 2H/2022. Doanh thu xuất khẩu sang Mỹ của ANV trong 9T/2023 đạt 189 tỷ đồng, chiếm 4% thị phần xuất khẩu toàn ngành sang thị trường này nhờ tiến độ mở rộng tập khách hàng tích cực. Trong T9/2023, Bộ Thương Mại Mỹ công bố kết quả sơ bộ thuế chống bán phá giá (CBPG) 0 USD/kg có lợi cho ANV, chúng tôi kỳ vọng đây sẽ là nền tảng thuận lợi để ANV tiếp tục mở rộng xuất khẩu sang thị trường Mỹ trong bối cảnh nhu cầu phục hồi trong năm 2024, doanh thu dự phóng đạt 348 tỷ đồng (+37% YoY). ([chi tiết](#))

- **Giá thức ăn chăn nuôi (TACN) kỳ vọng giảm trong năm 2024 sẽ giúp ANV tiết kiệm chi phí nuôi trồng.** ANV là doanh nghiệp tự sản xuất 100% TACN cho các vùng nuôi của mình. Giá thành nguyên liệu sản xuất TACN tăng mạnh trong 9T/2023 là một trong những nguyên nhân chính khiến biên gộp của ANV giảm đáng kể 19 đpt YoY, đạt 10,1% trong 9T/2023. Chúng tôi kỳ vọng giá TACN bắt đầu hạ nhiệt từ đầu năm 2024 nhờ giá bã đậu tương giảm sẽ giúp ANV tiết kiệm chi phí nuôi trồng và hỗ trợ biên gộp mở rộng trong cùng năm. ([chi tiết](#))

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 9T/2023 CỦA ANV
Đơn vị: tỷ đồng

Chỉ tiêu	9T/2023	9T/2022	%YoY	% KH 2023	Nhận xét
DT thuần	3.328	3.752	-11%	64%	Suy thoái kinh tế toàn cầu khiến nhu cầu tiêu thụ cá tra tại các thị trường sụt giảm, doanh thu xuất khẩu trong 9T/2023 đạt 2.174 tỷ đồng (-17% YoY).
Mảng cá tra ¹	2.929	3.242	-10%		
Mảng phụ phẩm	283	300	-6%		Để bù đắp sự sụt giảm doanh thu từ xuất khẩu, ANV đã đẩy mạnh tiêu thụ cá tra nội địa. Doanh thu nội địa ghi nhận đạt 755 tỷ đồng (+21% YoY).
Mảng điện	82	84	-2%		
Mảng khác	34	126	-73%		Chi tiết doanh thu từng thị trường xem " tại đây ".
LN gộp	336	1.100	-69%		Nhu cầu tiêu thụ suy yếu khiến giá cá tra giảm mạnh, kết hợp chi phí nuôi trồng tăng cao đã khiến biên gộp của ANV giảm 19 đpt YoY. (chi tiết)
Biên gộp	10,1%	29,3%	-19 đpt		
CP bán hàng	-135	-308	-56%		Tỷ lệ CPBH / DT thuần trong 9T/2023 đạt 4,1%, giảm 5 đpt YoY. Kết quả này đến từ (1) cơ cấu vận chuyển giảm về mức thấp trước dịch Covid-19, và (2) cơ cấu doanh thu chuyển dịch theo hướng tăng tỷ trọng nhóm thị trường gần, bao gồm nội địa và Trung Quốc, giúp ANV tiết kiệm CP vận chuyển.
CP QLDN	-58	-76	-24%		
LN từ HĐKD	144	716	-80%		
DT tài chính	25	44	-43%		Chi phí lãi vay của ANV tăng mạnh 46% YoY chủ yếu do lãi suất vay tăng đáng kể so với cùng kỳ, chúng tôi ước tính lãi suất vay trong 9T/2023 của ANV đạt 6,7%, tăng 1,7 đpt YoY.
CP tài chính	-119	-119	0%		
CP lãi vay	-105	-72	46%		
LN trước thuế	63	647	-90%	21%	
LN sau thuế	42	567	-93%		

Nguồn: ANV, FPTS tổng hợp

¹ Khoảng 85% doanh thu mỗi năm của ANV đến từ chế biến và tiêu thụ cá tra (cả nội địa và xuất khẩu). Các mảng kinh doanh khác chiếm tỷ trọng tương đối nhỏ. Trong báo cáo này, chúng tôi chỉ tập trung đánh giá mảng cá tra của ANV.

1. Màng cá tra - doanh thu xuất khẩu sụt giảm đáng kể, tuy nhiên được bù đắp một phần nhờ thị trường nội địa

Cơ cấu doanh thu theo thị trường của ANV			
Đơn vị: tỷ đồng	9T/2023	9T/2022	% YoY
Xuất khẩu	2.174	2.617	-17%
Trung Quốc	852	372	129%
Mỹ Latin	437	553	-21%
Thái Lan	278	506	-45%
Mỹ (*)	189	37	411%
EU	184	475	-61%
Thị trường khác	234	671	-65%
Nội địa	755	625	21%
Tổng cộng	2.929	3.242	-10%

Nguồn: ANV, FPTS tổng hợp và ước tính

(*) ANV xuất khẩu trở lại Mỹ từ Q3/2022

Trong 9T/2023, doanh thu màng cá tra đạt 2.174 tỷ đồng (-17% YoY). Sự sụt giảm diễn ra ở phần lớn các thị trường xuất khẩu chính của ANV do ảnh hưởng của suy thoái kinh tế toàn cầu đã khiến nhu cầu tiêu thụ cá tra suy yếu.

Trong các thị trường tiêu thụ, chúng tôi thấy điểm sáng ở Trung Quốc, Mỹ và thị trường nội địa với doanh thu ghi nhận sự tăng trưởng tích cực. Chi tiết từng thị trường như sau:

Tại Trung Quốc, doanh thu xuất khẩu 9T/2023 ghi nhận đạt 852 tỷ đồng (+129% YoY). Đây là sự tăng trưởng đáng kể đầu tiên sau giai đoạn 2020 - 2022 hoạt động xuất khẩu của ANV sang thị trường này bị sụt giảm do ảnh hưởng tiêu cực của dịch Covid-19, và sự kiện ANV dừng hợp tác với đối tác chiến lược Shanghai Fenglei trong năm 2021. (chi tiết xem thêm tại "[Báo cáo định giá lần đầu ANV](#)")

Theo chia sẻ từ ANV, sự tăng trưởng mạnh mẽ đến từ việc (1) ANV phát triển thành công tập khách hàng lớn ở Bắc Kinh và Quảng Châu, bên cạnh khu vực truyền thống là Thượng Hải, đồng thời mở rộng thêm dòng sản phẩm cá tra xẻ bươm tằm gia vị có nhu cầu cao tại Trung Quốc, và (2) lợi thế tự chủ 100% cá nguyên liệu giúp ANV giải quyết được tình trạng thiếu hụt cá tra cỡ lớn (1,5 - 2kg) toàn ngành trong 9T/2023, là cỡ cá được ưa chuộng ở Trung Quốc.

Tại Mỹ, doanh thu xuất khẩu 9T/2023 ghi nhận đạt 189 tỷ đồng (+411 %YoY) - chiếm khoảng 4% thị phần xuất khẩu cá tra sang Mỹ cùng thời điểm, theo số liệu từ Agromonitor. Theo chia sẻ từ ANV, tiến độ phát triển thị trường Mỹ tương đối khả quan nhờ ANV hợp tác thành công với các nhà phân phối thủy sản lớn, và kết nối lại với tập khách hàng cũ nhờ lịch sử xuất khẩu sang Mỹ trong giai đoạn trước năm 2014. Tập khách hàng của ANV chủ yếu là khách hàng sẵn có của 2 doanh nghiệp xuất khẩu dẫn đầu sang Mỹ là VHC và Biển Đông, nhưng có nhu cầu đa dạng hóa 1 phần nhà cung cấp với mức giá cạnh tranh hơn.

Trong T9/2023, Bộ Thương Mại Mỹ công bố kết quả sơ bộ thuế chống bán phá giá (CBPG) lần thứ 19 với cá tra Việt Nam giai đoạn T8/2021 - T7/2022, theo đó ANV dự kiến sẽ được hưởng thuế CBPG 0 USD/kg khi xuất khẩu sang Mỹ trong năm 2024, và kết quả thuế chính thức sẽ được công bố trước 31/12/2023. Trong ngắn hạn, chúng tôi kỳ vọng đây sẽ là động lực tích cực để ANV tiếp tục mở rộng xuất khẩu sang Mỹ, nhưng chúng tôi cũng lưu ý khả năng duy trì 1 mức thuế CBPG thấp của ANV cần đánh giá thêm trong 1 khoảng thời gian dài hơn do thuế CBPG tại Mỹ thường được đánh giá lại mỗi năm.

Tại thị trường nội địa, doanh thu 9T/2023 đạt 755 tỷ đồng (+21% YoY). Sự tăng trưởng doanh thu đáng kể đến từ (1) ANV đẩy mạnh phân phối các sản phẩm cá tra (fillet, cá viên và chả cá tra) đến suất ăn tại các khu công nghiệp và trường học ở miền Bắc, đồng thời (2) phát triển thành công kênh phân phối ở miền Nam thông qua các hệ thống siêu thị Lotte, Mega và Bách Hóa Xanh (BHX).

Khác với đặc thù tiêu thụ các sản phẩm cá tra qua chế biến ở miền Bắc, ANV tập trung đẩy mạnh các sản phẩm cá tra tươi ở khu vực miền Nam để phù hợp với thị hiếu ưa chuộng thủy sản tươi của người tiêu dùng nội địa nhờ vị trí địa lý gần của các nhà máy chế biến. Theo chia sẻ từ ANV, riêng sự hợp tác với chuỗi BHX đã hỗ trợ tiêu thụ thêm 900 tấn cá tra trong 9T/2023, giúp tăng sản lượng tiêu thụ nội địa của ANV thêm hơn 5% YoY. ANV cũng đánh giá tiến độ phát triển thị trường nội địa trong thời gian tới sẽ phụ thuộc chủ yếu vào triển vọng hợp tác với BHX ở khu vực miền Nam trong bối cảnh nhu cầu cá tra ở miền Bắc đã tương đối bão hòa.

Ở thời điểm hiện tại, chúng tôi cho rằng triển vọng hợp tác với BHX cần phải đánh giá thêm do (1) sản phẩm cá tra tươi còn chưa phổ biến với người tiêu dùng miền Nam, và (2) lợi nhuận về phía ANV chưa đáng kể do ANV phải hỗ trợ BHX trong thời gian đầu quảng bá sản phẩm với rủi ro tỷ lệ hao hụt cao do cá tra tươi tiêu thụ không hết trong ngày buộc phải tiêu hủy.

2. Biên gộp trong 9T/2023 đạt 10,1%, giảm 19 đpt YoY do ANV chịu tác động kép từ giá bán giảm và chi phí nuôi trồng tăng cao

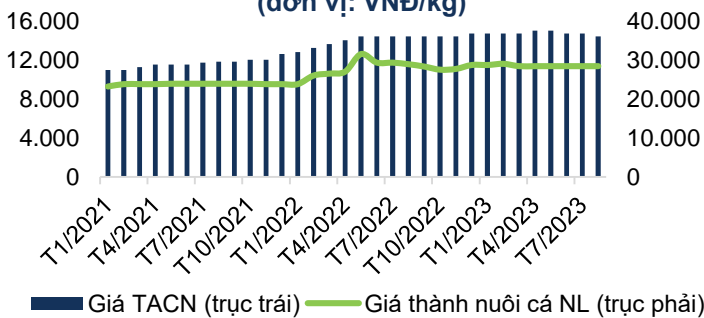
Tình hình xuất khẩu kém khả quan đã tạo áp lực khiến giá bán của ANV giảm đáng kể so với cùng kỳ, chúng tôi ước tính giá xuất khẩu bình quân của ANV đạt 2,2 USD/kg (-16% YoY). Đồng thời, hoạt động tự nuôi trồng 100% cá nguyên liệu của ANV trong 9T/2023 cũng kém hiệu quả do giá TACN tăng cao đã khiến giá vốn thành phẩm bình quân tăng lên mức 43.700 VNĐ/kg (+9% YoY).

Theo ANV chia sẻ, chi phí bã đậu tương nhập khẩu (chiếm khoảng 40% giá thành sản xuất TACN) tăng cao trong 9T/2023 đã khiến giá thành sản xuất TACN của doanh nghiệp tăng mạnh. Chúng tôi cũng cho rằng một mức hao hụt lớn hơn trong quá trình nuôi có thể khiến chi phí nuôi của ANV tăng cao. Theo VASEP, nguồn nước sông chứa nhiều mầm bệnh và chất lượng con giống kém trong 9T/2023 đã khiến tỷ lệ hao hụt trong quá trình nuôi ở các hộ nông dân tại ĐBSCL tăng lên mức 60%, cao gấp đôi so với tỷ lệ hao hụt mỗi năm.

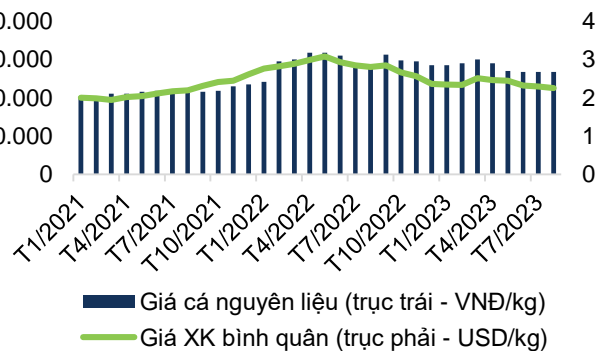
Do hoạt động xuất khẩu toàn ngành khó khăn trong 9T/2023, biên gộp của các doanh nghiệp cá tra đều ghi nhận mức sụt giảm đáng kể so với cùng kỳ. So với các doanh nghiệp khác trong ngành, ANV ghi nhận mức sụt giảm biên gộp theo đpt lớn nhất chủ yếu do giá vốn đầu vào của ANV tăng mạnh so với mức nền thấp cùng kỳ, là kết quả của tồn kho giá rẻ tồn đọng từ năm 2021 do hoạt động xuất khẩu bị ảnh hưởng tiêu cực bởi dịch Covid-19 (ANV luôn duy trì số ngày tồn kho cao hơn đáng kể so với các doanh nghiệp khác kể từ năm 2021 - [chi tiết](#)).

Đối với VHC và IDI, biên gộp của 2 doanh nghiệp này duy trì ổn định lần lượt quanh mức 19% và 8% mỗi quý trong năm 2023 nhờ đặc thù chỉ tự chủ 1 phần cá nguyên liệu (VHC và IDI tự chủ lần lượt khoảng 70% và 80%) đã giúp các doanh nghiệp này hưởng lợi từ bối cảnh giá cá nguyên liệu trên thị trường giảm mạnh trong 9T/2023, từ đó tiết kiệm chi phí nguyên liệu đầu vào và bù đắp một phần cho giá xuất khẩu giảm.

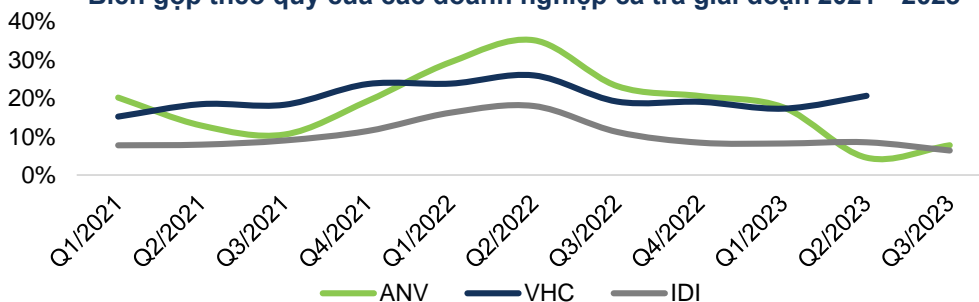
Giá TACN thủy sản và giá thành nuôi cá tại ĐBSCL giai đoạn 2021 - 2023
(đơn vị: VNĐ/kg)



Giá cá nguyên liệu và giá XK bình quân toàn ngành giai đoạn 2021 - 2023



Biên gộp theo quý của các doanh nghiệp cá tra giai đoạn 2021 - 2023



Nguồn: Agromonitor, VASEP, Báo cáo các công ty, FPTTS tổng hợp

III. TRIỂN VỌNG KINH DOANH Q4/2023 VÀ NĂM 2024 CỦA ANV

Chúng tôi có quan điểm kém khả quan về kết quả kinh doanh của ANV trong Q4/2023 với doanh thu thuần và LNST lần lượt đạt 1.106 tỷ đồng (-3% YoY) và 29 tỷ đồng (-72% YoY). Dự phóng này được dựa trên kỳ vọng (1) nhu cầu cá tra tại các thị trường còn phục hồi chậm, và (2) chi phí nuôi trồng của ANV vẫn duy trì ở mức cao.

Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh của ANV sẽ bắt đầu ghi nhận sự phục hồi tích cực với doanh thu thuần và LNST lần lượt đạt 5.255 tỷ đồng (+18% YoY) và 396 tỷ đồng (+452% YoY). Dự phóng này dựa trên kỳ vọng (1) cán cân cung - cầu cá tra toàn ngành bắt đầu thâm hụt từ 2H/2024, và (2) chi phí TACN dần hạ nhiệt từ đầu năm 2024 nhờ giá bã đậu tương kỳ vọng giảm sẽ giúp ANV tiết kiệm chi phí nuôi trồng.

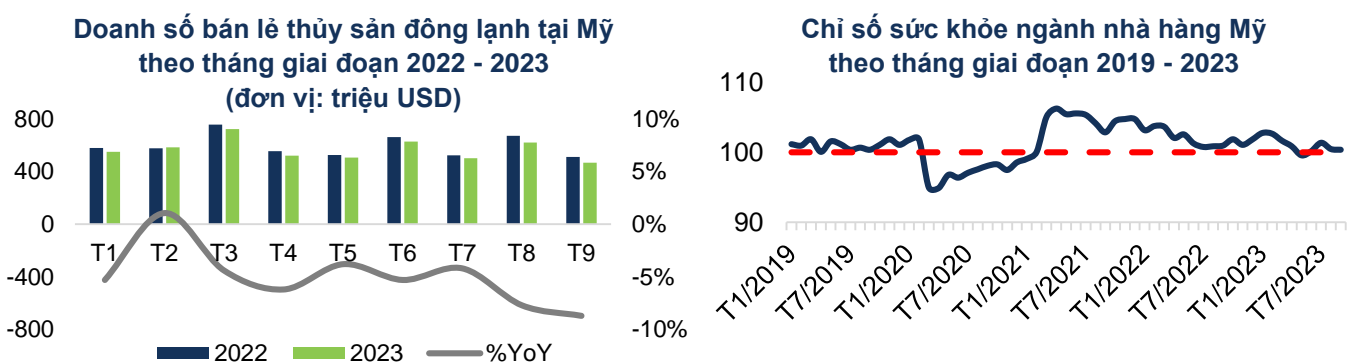
Trong mô hình định giá, chúng tôi kỳ vọng động lực tăng trưởng doanh thu năm 2024 của ANV chủ yếu đến từ sự tăng trưởng khả quan từ thị trường Trung Quốc và Mỹ nhờ triển vọng mở rộng tập khách hàng tại 2 thị trường này. Chúng tôi cũng kỳ vọng sự phục hồi tích cực từ các thị trường xuất khẩu khác của ANV vì chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi của 2 thị trường lớn nhất ngành là Trung Quốc và Mỹ từ 2H/2024 sẽ thúc đẩy sự phục hồi chung của toàn ngành cá tra. Chi tiết như sau:

1. Nhu cầu cá tra tại các thị trường chính tiếp tục phục hồi chậm trong Q4/2023, tuy nhiên kỳ vọng sự phục hồi diễn ra mạnh mẽ hơn từ 2H/2024

Tại Mỹ, chúng tôi cho rằng nhu cầu cá tra sẽ tiếp tục kém khả quan trong Q4/2023 do triển vọng kinh doanh tại kênh bán lẻ thủy sản và kênh nhà hàng tại Mỹ còn kém tích cực. Theo đó, số liệu doanh số bán lẻ thủy sản và chỉ số sức khỏe nhà hàng² vẫn tiếp tục xu hướng giảm trong T9/2023 phản ánh tâm lý chi tiêu thận trọng của người tiêu dùng. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng hoạt động khuyến mãi kích cầu cho đợt lễ hội cuối năm của các nhà bán lẻ thủy sản sẽ là động lực giúp giảm đáng kể lượng hàng tồn kho cá tra tại thị trường này trong Q4/2023.

Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu cá tra tại Mỹ sẽ bắt đầu ghi nhận sự phục hồi tích cực hơn từ Q2/2024, dựa trên dự báo (1) tồn kho cá tra tại Mỹ giảm đáng kể từ Q4/2023, và (2) khả năng chi tiêu của người tiêu dùng trong năm 2024 sẽ cải thiện hơn so với năm 2023 nhờ triển vọng việc làm phục hồi và tăng trưởng thu nhập thực, theo báo cáo "[The US Consumer: Still Strong in 2024](#)" của Goldman Sachs.

Chúng tôi kỳ vọng thời điểm nhu cầu cá tra sẽ phục hồi từ Q2 chủ yếu do chúng tôi đánh giá năng lực cạnh tranh của cá tra ở mức trung bình so với các loài thủy sản khác tại Mỹ nên thời gian phục hồi sẽ chậm hơn nếu so với sản phẩm tôm xuất khẩu từ Việt Nam với sức cạnh tranh tốt hơn. (tôm và cá tra xếp vị trí số 1 và số 6 trong số các loài thủy sản tiêu thụ phổ biến tại Mỹ - theo thống kê năm 2021 từ Viện Thủy sản Hoa Kỳ, "[chi tiết](#)")



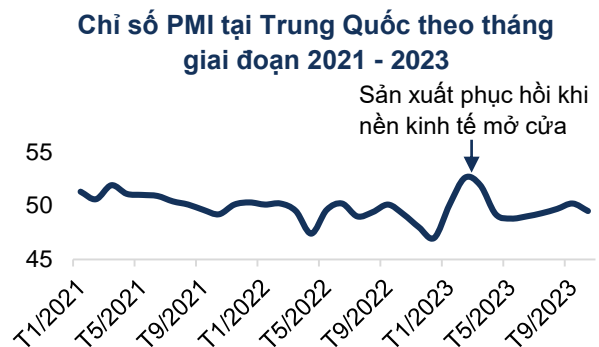
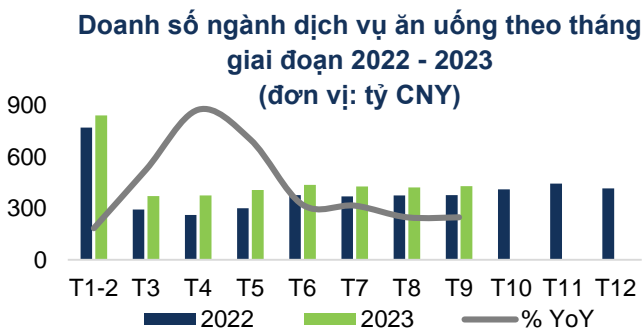
Nguồn: IRI Worldwide, US National Restaurant Association, FPTS tổng hợp

² Chỉ số sức khỏe nhà hàng Mỹ (Restaurant Performance Index) được công bố theo tháng bởi Hiệp hội Nhà hàng Mỹ. Chỉ số được tính toán dựa trên các tiêu chí bao gồm: doanh thu, lượng khách ghé thăm, số lượng nhân sự trong ngành và chi phí đầu tư mới. Mốc 100 được dùng làm tiêu chuẩn của chỉ số, chỉ số lớn hơn 100 phản ánh ngành nhà hàng Mỹ đang có sức khỏe tích cực, trong khi đó chỉ số bé hơn 100 thể hiện ý nghĩa ngược lại.

Tại Trung Quốc, chúng tôi cho rằng nhu cầu cá tra sẽ tiếp tục kém khả quan trong Q4/2023 do những triển vọng kém tích cực của nền kinh tế, bao gồm hoạt động sản xuất trong nước trì trệ khiến tỷ lệ thất nghiệp tăng cao và những thách thức liên quan đến thị trường bất động sản tại nước này. Số liệu doanh số ngành dịch vụ ăn uống tại Trung Quốc cho thấy sự tăng trưởng tích cực trong 4 tháng đầu năm 2023 sau khi nước này mở cửa nền kinh tế, tuy nhiên sự tăng trưởng có dấu hiệu chững lại từ T4 đến T9 phản ánh tâm lý chi tiêu thận trọng của người tiêu dùng trong bối cảnh nền kinh tế Trung Quốc phục hồi kém tích cực.

Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu cá tra tại Trung Quốc sẽ dần phục hồi tích cực hơn từ 2H/2024 do chúng tôi đánh giá nền kinh tế Trung Quốc vẫn chưa có dấu hiệu phục hồi rõ ràng khi chỉ số hoạt động sản xuất PMI T10/2023 vẫn chưa xác nhận sự phục hồi bền vững, và tình hình khủng hoảng bất động sản tại Trung Quốc tiếp tục diễn biến tiêu cực do sự kiện công ty bất động sản lớn nhất nước này là Country Garden không trả được nợ trái phiếu quốc tế vào cuối T10/2023.

Mặc dù Chính phủ Trung Quốc đã thực hiện nhiều chính sách để thúc đẩy nền kinh tế, bao gồm (1) giảm lãi vay thế chấp và nới lỏng các yêu cầu trả trước để hỗ trợ thị trường bất động sản, và (2) giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc trong hệ thống ngân hàng, chúng tôi cho rằng sẽ cần thêm thời gian để các biện pháp hỗ trợ này cho thấy hiệu quả và thúc đẩy người tiêu dùng tăng chi tiêu.

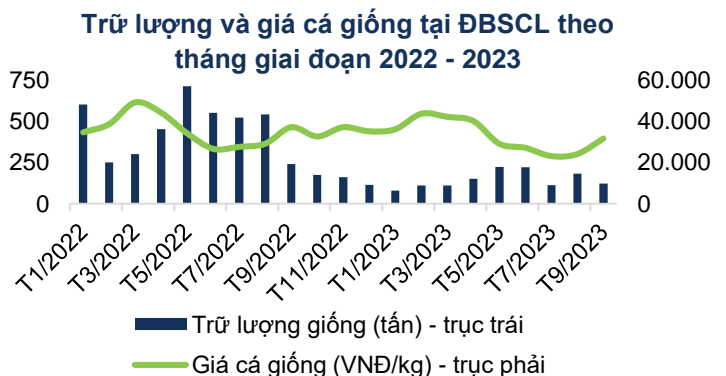
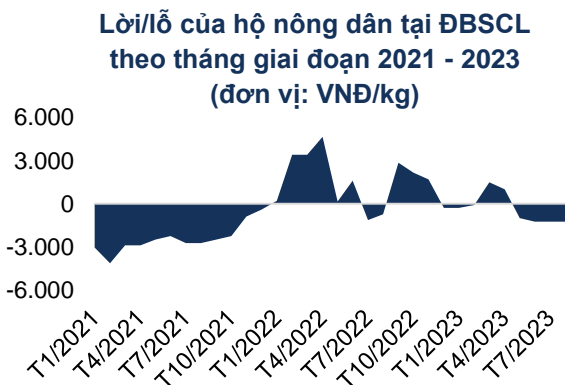


Nguồn: Cục thống kê Trung Quốc, Trung tâm thông tin hậu cần Trung Quốc, FPTS tổng hợp
Lưu ý: doanh số ngành dịch vụ ăn uống được công bố chung trong T1 và T2

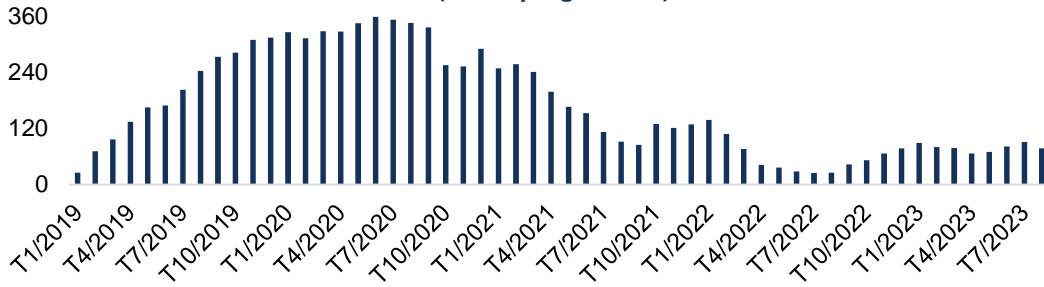
2. Nguồn cung cá tra toàn ngành kỳ vọng thiếu hụt trong năm 2024

Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng nguồn cung cá tra toàn ngành sẽ duy trì ở mức thấp do (1) chi phí nuôi trồng cao sẽ không khuyến khích các hộ nông dân mở rộng nuôi trồng trong bối cảnh xuất khẩu phục hồi chậm, và (2) tình trạng nguồn cung cá giống toàn ngành bị thiếu hụt do ảnh hưởng thời tiết bất lợi khiến cá giống bị hao hụt lớn.

Theo đó, chi phí nuôi trồng tăng cao do giá TACN tăng đã khiến giá thành sản xuất vượt giá thu mua cá nguyên liệu tại ĐBSCL khoảng 1.000 - 2.000 VNĐ/kg từ cuối Q2/2023. Chúng tôi cho rằng chi phí nuôi trồng cao có thể kéo dài đến hết Q1/2024 do giá nguyên liệu TACN còn chưa hạ nhiệt ([chi tiết](#)). Kết hợp với chu kỳ nuôi cá tra thường kéo dài từ 6 - 8 tháng, chúng tôi kỳ vọng nguồn cung cá tra sẽ duy trì ở mức thấp trong cả năm 2024.



Tồn kho cá nguyên liệu tại ĐBSCL theo tháng giai đoạn 2019 - 2023
(đơn vị: nghìn tấn)



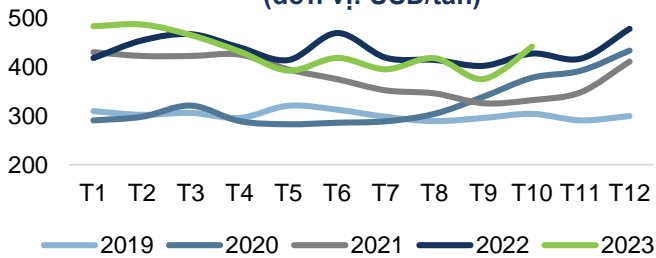
Nguồn: VASEP, Agromonitor, FPTs tổng hợp và ước tính

3. Giá TACN kỳ vọng duy trì ở mức cao trong Q4/2023, tuy nhiên giảm dần từ đầu năm 2024 sẽ giúp ANV tiết kiệm chi phí nuôi trồng

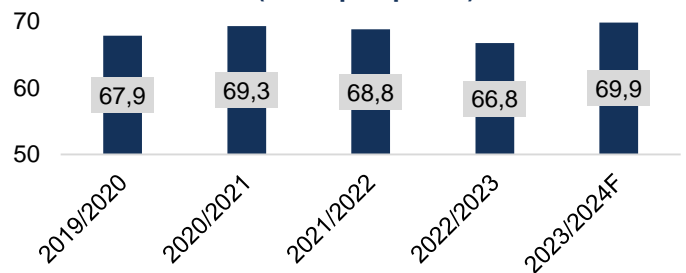
Trong Q4/2023, chúng tôi kỳ vọng giá TACN sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao do giá bã đậu tương thế giới chưa hạ nhiệt bởi vì lo ngại tình trạng hạn hán kéo dài có thể tác động tiêu cực đến năng suất vụ gieo trồng 2023/2024 (*) của nước xuất khẩu bã đậu tương lớn nhất thế giới là Argentina.

Trong năm 2024, Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ (USDA) dự báo sản lượng xuất khẩu bã đậu tương toàn cầu sẽ phục hồi tích cực nhờ triển vọng mùa vụ thuận lợi hơn ở các khu vực sản xuất lớn trên thế giới, đạt gần 70 triệu tấn (+5% YoY). Chúng tôi kỳ vọng sản lượng bã đậu tương tăng lên sẽ giúp hạ nhiệt giá bã đậu tương thế giới so với năm 2023, tuy nhiên chúng tôi cũng lưu ý rủi ro hạn hán kéo dài hơn dự kiến ở Argentina có thể khiến giá bã đậu tương tiếp tục duy trì ở mức cao.

Giá bã đậu tương thế giới theo tháng giai đoạn 2019 - 2023
(đơn vị: USD/tấn)



Sản lượng xuất khẩu bã đậu tương thế giới giai đoạn 2019 - 2023
(đơn vị: triệu tấn)



Nguồn: Investing, USDA, FPTs tổng hợp

(*) Niên vụ đậu tương 2023/2024 kéo dài từ T9/2023 đến T8/2024

IV. PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

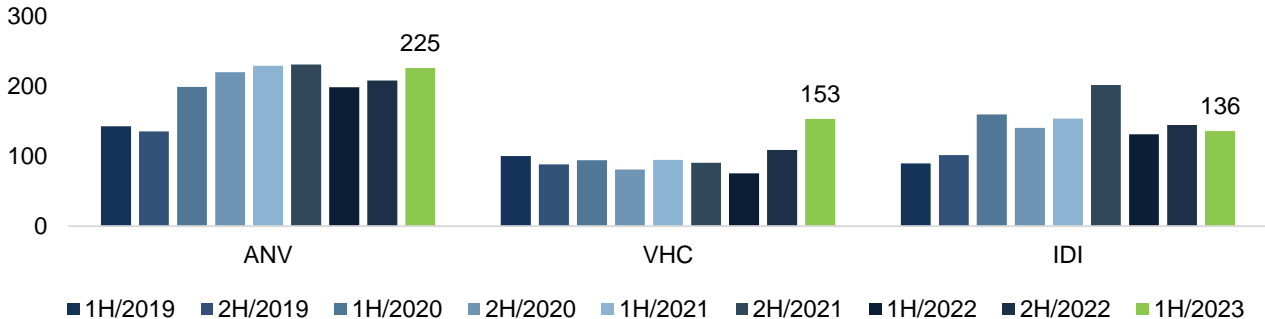
1. Hiệu quả quản trị hàng tồn kho giảm trong 1H/2023 do bối cảnh xuất khẩu khó khăn

Hoạt động xuất khẩu kém khả quan, kết hợp chi phí nuôi trồng tăng trong 1H/2023 đã khiến giá trị hàng tồn kho của ANV tăng cao, ghi nhận hơn 2.600 tỷ đồng vào thời điểm cuối Q2/2023 (+12% so với cuối năm 2022). Chúng tôi ước tính số ngày tồn kho bình quân của ANV trong 1H/2023³ đạt khoảng 225 ngày, đây là mức cao tương đương so với giai đoạn dịch Covid 2020 - 2021.

³ Số ngày tồn kho theo chu kỳ nửa năm được chúng tôi tính toán theo công thức: (Giá trị HTK bình quân trong kỳ / Tổng GVHB trong kỳ) x 180 ngày.

So với các doanh nghiệp khác, ANV duy trì số ngày tồn kho cao nhất. Đối với VHC, số ngày tồn kho bắt đầu tăng đáng kể từ 2H/2022, đạt hơn 150 ngày trong 1H/2023 do hoạt động xuất khẩu sang thị trường chủ lực Mỹ của doanh nghiệp này bị sụt giảm mạnh. Đối với IDI⁴, số ngày tồn kho duy trì ổn định quanh mức 135 ngày nhờ IDI chủ động giảm liên kết nuôi trồng với các hộ nông dân trong bối cảnh xuất khẩu khó khăn trong 1H/2023.

Số ngày tồn kho của một số DN cá tra theo chu kỳ nửa năm giai đoạn 2019 - 2023



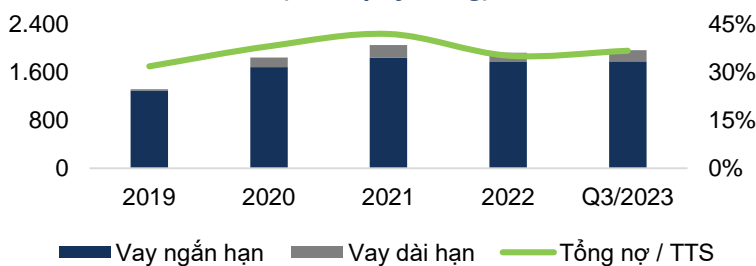
Nguồn: Báo cáo các công ty, FPTS tổng hợp

2. Cấu trúc vốn duy trì ổn định, nhưng khả năng thanh toán lãi vay kỳ vọng giảm mạnh trong năm 2023

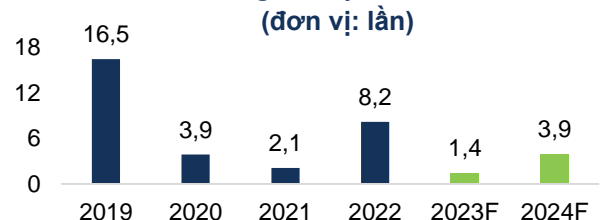
Tỷ lệ nợ vay / tổng tài sản của ANV cuối Q3/2023 đạt 37%, không thay đổi đáng kể so với thời điểm cuối năm 2022 và cũng là mức bình quân so với các doanh nghiệp khác trong ngành. Tuy nhiên, chi phí lãi vay tăng mạnh 43% trong 9T/2023, đạt 105 tỷ đồng chủ yếu do lãi suất vay tăng cao, chúng tôi ước tính lãi suất vay trong 9T/2023 của ANV đạt 6,7%, tăng hơn 1,7 đpt YoY.

Do hoạt động kinh doanh kém khả quan, chúng tôi dự báo khả năng thanh toán lãi vay của ANV đánh giá qua chỉ số lợi nhuận từ HĐKD / chi phí lãi vay đạt 1,4x trong năm 2023, giảm đáng kể so với năm 2022. Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng hoạt động xuất khẩu phục hồi sẽ giúp khả năng thanh toán lãi vay của ANV cải thiện hơn với chỉ số lợi nhuận từ HĐKD / chi phí lãi vay dự báo đạt khoảng 4x lần.

Cơ cấu vốn của ANV giai đoạn 2019 - Q3/2023
(đơn vị: tỷ đồng)



Lợi nhuận từ HĐKD / chi phí lãi vay của ANV giai đoạn 2019 - 2024F
(đơn vị: lần)

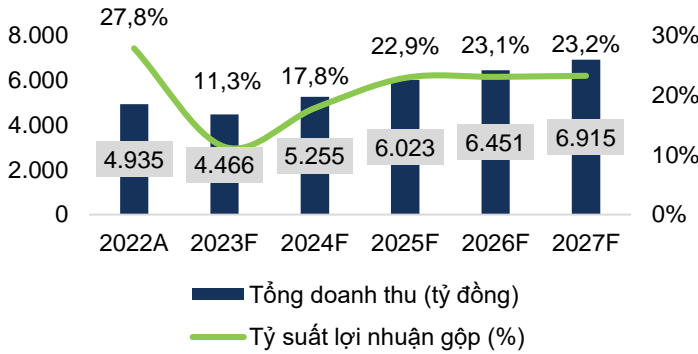
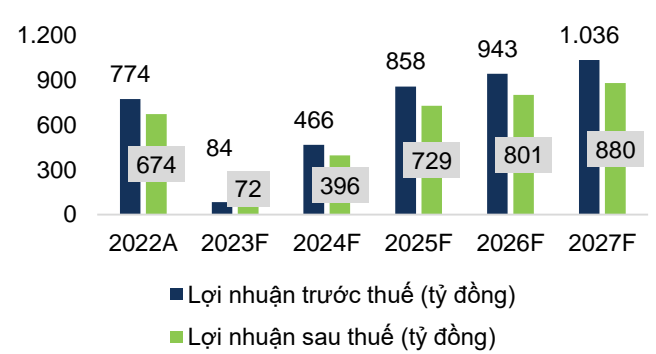


Nguồn: ANV, FPTS tổng hợp và ước tính

⁴ Số ngày tồn kho của IDI được chúng tôi điều chỉnh do IDI tự chủ thông qua hình thức nuôi liên kết. Theo đó, IDI gần như không ghi nhận các chi phí phát sinh trong quá trình nuôi cá nguyên liệu trong tài khoản hàng tồn kho của mình. Tuy nhiên, IDI phải tài trợ một phần chi phí cho các hộ nuôi liên kết, chi phí này được ghi nhận trong tài khoản trả trước cho người bán ngắn hạn. Chúng tôi điều chỉnh tài khoản hàng tồn kho bằng cách cộng thêm khoản mục này.

V. TỔNG HỢP KẾT QUẢ DỰ PHÓNG

Dựa trên những cập nhật về tình hình hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, chúng tôi tiến hành cập nhật dự phóng kết quả kinh doanh của ANV trong giai đoạn 2023F - 2027F.

Tổng doanh thu và tỷ suất lợi nhuận gộp của ANV trong giai đoạn 2022 - 2027F

Lợi nhuận trước thuế và lợi nhuận sau thuế giai của ANV giai đoạn 2022 - 2027F

Chỉ tiêu
Giá định
Tổng doanh thu

- Màng cá tra thành phẩm:** Chúng tôi dự báo doanh thu màng trong năm 2023 đạt khoảng 3,990 tỷ đồng (-8% YoY) do ảnh hưởng của suy thoái kinh tế toàn cầu khiến nhu cầu tiêu thụ cá tra suy yếu. Cụ thể, chúng tôi dự phóng doanh thu xuất khẩu sang các thị trường Thái Lan, Mỹ Latin và EU lần lượt đạt 374 tỷ đồng (-38% YoY), 683 tỷ đồng (-18% YoY) và 247 tỷ đồng (-52% YoY). Riêng thị trường Trung Quốc, Mỹ và nội địa, chúng tôi dự phóng doanh thu tăng trưởng tích cực hơn nhờ tiến độ phát triển thị trường khả quan, lần lượt đạt 1.176 tỷ đồng (+84% YoY), 255 tỷ đồng (+432% YoY) và 969 tỷ đồng (+7% YoY).

Năm 2024F, chúng tôi dự phóng doanh thu màng phục hồi 18% YoY nhờ nhu cầu tại các thị trường dần phục hồi nhờ triển vọng kinh tế toàn cầu cải thiện. Thị trường Mỹ và Trung Quốc có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất, lần lượt đạt 37% và 26% YoY. Các thị trường xuất khẩu khác có mức tăng trưởng bình quân khoảng 16% YoY so với mức nền thấp năm 2023, và thị trường nội địa có mức tăng trưởng 10% chủ yếu nhờ động lực từ sự hợp tác với BHX.

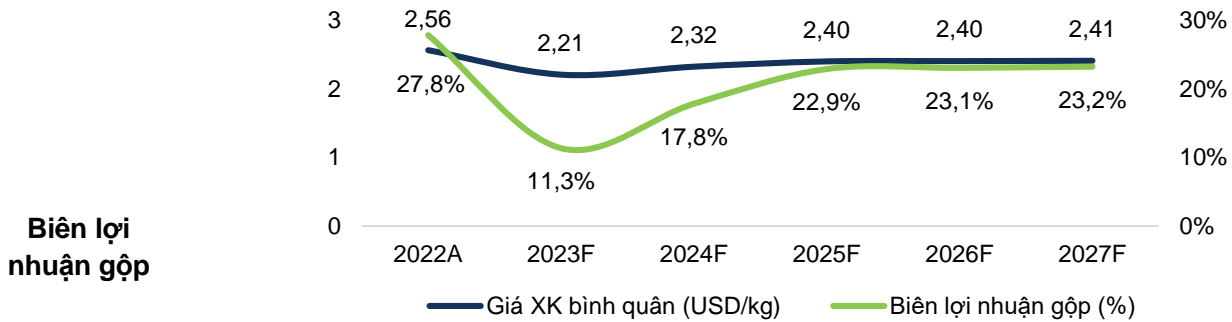
Giai đoạn 2025F - 2027F, chúng tôi dự báo doanh thu màng tăng trưởng với tốc độ CAGR bình quân khoảng 10% mỗi năm, chủ yếu do nhu cầu tiêu thụ tại các thị trường dần ổn định.

- Màng phụ phẩm cá tra:** Chúng tôi dự phóng doanh thu màng trong năm 2023 đạt 356 tỷ đồng (-5% YoY), dựa trên sự sụt giảm đi kèm với màng cá tra thành phẩm.

Giai đoạn 2024F - 2027F, chúng tôi dự báo doanh thu màng này tăng trưởng với tốc độ CAGR bình quân 9% mỗi năm nhờ triển vọng phục hồi đi kèm với màng cá tra thành phẩm.

- Màng điện mặt trời:** Giai đoạn 2023F - 2027F, chúng tôi dự phóng màng tạo ra doanh thu khoảng 108 tỷ đồng mỗi năm do màng này tạo ra doanh thu gần như cố định mỗi năm.

**Dự báo giá XK bình quân và biên lợi nhuận gộp của ANV
giai đoạn 2022 - 2027F**



**Biên lợi
nhuận gộp**

Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp năm 2023 đạt 11,3%, giảm 17 đpt YoY do (1) giá XK bình quân sụt giảm 14% do nhu cầu từ các thị trường yếu, và (2) giá thành sản xuất 1 kg thành phẩm tăng 9% do hệ quả của giá nguyên liệu sản xuất TACN tăng mạnh.

Giai đoạn 2024F - 2027F, chúng tôi dự báo biên lợi gộp của ANV có xu hướng cải thiện do giá XK bình quân kỳ vọng phục hồi và giá thành sản xuất 1 kg thành phẩm điều chỉnh giảm dần về mức bình quân trong giai đoạn trước năm 2023.

**Lợi nhuận
trước thuế**

Chúng tôi dự báo lợi nhuận trước thuế năm 2023 đạt 84 tỷ đồng (-89% YoY), dựa trên giả định chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp chiếm lần lượt 4,5% và 1,7% tổng doanh thu. Giai đoạn 2024F - 2027F, chúng tôi giữ nguyên những giả định này.

**Lợi nhuận
sau thuế**

Chúng tôi dự báo lợi nhuận sau thuế năm 2023 đạt 72 tỷ đồng (-89% YoY), dựa trên giả định thuế thu nhập doanh nghiệp là 15%. Giai đoạn 2024F - 2027F, chúng tôi giữ nguyên giả định này.

VI. TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi tiến hành định giá ANV bằng cách sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền. Giá trị cổ phiếu ANV theo các phương pháp có mức bình quân là **38.200 VNĐ/cp**, cao hơn 36% so với mức giá đóng cửa ngày 06/11/2023. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho mục tiêu trung và dài hạn.

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	38.100	50%
2	Chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE)	38.300	50%
Bình quân các phương pháp (VNĐ/cp)		38.200	

➤ Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	T11/2022	T11/2023	Giả định mô hình	T11/2022	T11/2023
WACC 2023	13,6%	12,8%	Phần bù rủi ro	11,5%	11%
Chi phí sử dụng nợ	7%	7%	Hệ số Beta	1,1	1,36
Chi phí sử dụng vốn	18%	18%	Tăng trưởng dài hạn	2%	2%
Lãi suất phi rủi ro 10 năm	4,9%	2,7%	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)	6.622.212
(+) Tiền mặt (triệu VNĐ)	31.054
(+) Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn (triệu VNĐ)	357.810
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)	1.922.041
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	5.089.638
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	134
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	38.100
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	5.113.011
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	38.300

➤ Lịch sử khuyến nghị

Khuyến nghị	Thời gian	Chi tiết báo cáo
MUA	Tháng 11/2022	Xem thêm

VII. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH
Đơn vị: tỷ đồng

HĐKD	2021A	2022A	2023F	2024F	ĐKKT	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh thu thuần	3.494	4.897	4.434	5.217	Tài sản				
- Giá vốn hàng bán	(2.941)	(3.561)	(3.960)	(4.318)	+ Tiền và tương đương	43	31	62	189
Lợi nhuận gộp	553	1.336	474	898	+ Đầu tư TC ngắn hạn	646	358	358	558
- Chi phí bán hàng	(281)	(378)	(200)	(235)	+ Các khoản phải thu	381	435	468	541
- Chi phí quản lý DN	(56)	(94)	(77)	(90)	+ Hàng tồn kho	1.780	2.333	2.406	2.494
Lợi nhuận thuần HĐKD	216	863	197	573	+ Tài sản ngắn hạn khác	67	98	84	84
- (Lỗ) / Lãi HĐTC	29	(3)	27	42	Tổng tài sản ngắn hạn	2.917	3.255	3.378	3.865
- Lợi nhuận khác	10	19	0	0	+ Nguyên giá TSCĐHH	1.584	1.600	1.626	1.683
LN trước thuế, lãi vay	254	879	224	615	+ Khấu hao lũy kế	1.031	1.104	1.205	1.312
- Chi phí lãi vay	(103)	(105)	(139)	(148)	+ Giá trị còn lại TSCĐHH	553	496	421	372
Lợi nhuận trước thuế	151	774	84	466	+ Đầu tư TC dài hạn	30	76	76	76
- Thuế TNDN	(23)	(100)	(13)	(70)	+ Tài sản dài hạn khác	609	744	714	684
- Phần lãi / (lỗ) từ công ty liên kết	0	(0)	0	0	+ Xây dựng CBDD	779	896	915	936
Lợi nhuận sau thuế	129	674	72	396	Tổng tài sản dài hạn	1.971	2.213	2.126	2.068
- Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	Tổng tài sản	4.887	5.468	5.504	5.933
LNST công ty mẹ	129	674	72	396	Nợ & Vốn chủ sở hữu				
EPS (đồng)	1.003	3.870	(418)	2.014	+ Phải trả người bán	198	277	370	404
EBITDA	377	1.000	355	751	+ Vay và nợ ngắn hạn	1.838	1.769	1.840	1.967
Khấu hao	123	121	131	137	+ Nợ ngắn hạn khác	301	371	299	299
Tăng trưởng doanh thu	2%	40%	-9%	18%	Nợ ngắn hạn	2.337	2.418	2.510	2.670
Tăng trưởng LN HĐKD	-11%	300%	-77%	191%	+ Vay và nợ dài hạn	210	153	153	153
Tăng trưởng EBIT	-16%	246%	-75%	175%	+ Phải trả dài hạn khác	5	15	15	15
Tăng trưởng EPS	-37%	286%	-111%	-582%	Nợ dài hạn	215	168	168	168
Chỉ số khả năng sinh lời	2021A	2022A	2023F	2024F	Tổng nợ	2.552	2.585	2.678	2.838
Tỷ suất lợi nhuận gộp	16%	27%	11%	17%	+ Thặng dư	21	21	21	21
Tỷ suất LNST	4%	14%	2%	8%	+ Vốn điều lệ	1.275	1.275	1.275	1.275
ROE DuPont	6%	26%	3%	13%	+ Cổ phiếu quỹ	(28)	(28)	(28)	(28)
ROA DuPont	3%	13%	1%	7%	+ LN chưa phân phối	1.066	1.613	1.557	1.826
Tỷ suất EBIT / doanh thu	7%	18%	5%	12%	Vốn chủ sở hữu	2.336	2.882	2.826	3.095
LNST / LNTT	85%	87%	85%	85%	Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
LNTT / EBIT	60%	88%	38%	76%	Tổng cộng nguồn vốn	4.887	5.468	5.504	5.933
Vòng quay tổng tài sản	72%	95%	81%	91%	Lưu chuyển tiền tệ	2021A	2022A	2023F	2024F
Đòn bẩy tài chính	208%	198%	192%	193%	Tiền đầu năm	44	43	31	62
Chỉ số hiệu quả vận hành	2021A	2022A	2023F	2024F	Lợi nhuận sau thuế	104	760	72	396
Số ngày phải thu	34,8	27,6	33,7	33,7	+ Khấu hao	123	121	131	137
Số ngày tồn kho	228,4	210,8	221,8	210,8	+ Điều chỉnh	(21)	15	(27)	(42)
					+ Thay đổi vốn lưu động	44	(631)	(71)	(127)

Số ngày phải trả	39,1	24,3	34,1	34,1	Tiền từ HĐKD	250	266	105	365
Thời gian luân chuyển tiền	224,1	214,0	221,4	210,3	+ Thanh lý tài sản cố định	114	54	0	0
COGS / Hàng tồn kho	1,7	1,5	1,6	1,7	+ Chi mua sắm TSCĐ	(238)	(275)	(45)	(79)
Chỉ số TK / Đòn bẩy TC	2021A	2022A	2023F	2024F	+ Tăng (giảm) đầu tư	(325)	285	0	(200)
CS thanh toán hiện hành	1,25	1,35	1,35	1,45	+ Các HĐ đầu tư khác	148	(7)	27	42
CS thanh toán nhanh	0,49	0,38	0,39	0,51	Tiền từ HĐ đầu tư	(300)	57	(18)	(237)
CS thanh toán tiền mặt	0,29	0,16	0,17	0,28	+ Cổ tức đã trả	(66)	(157)	(128)	(128)
Nợ / Tài sản	0,42	0,35	0,36	0,36	+ Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Nợ / VCSH	0,88	0,67	0,71	0,68	+ Vay nợ ròng	115	(177)	71	127
Nợ ngắn hạn / VCSH	0,79	0,61	0,65	0,64	+ Các hoạt động TC khác	0	0	0	0
Nợ dài hạn / VCSH	0,09	0,05	0,05	0,05	Tiền từ hoạt động TC	49	(334)	(57)	(1)
Khả năng TT lãi vay	2,47	8,36	1,61	4,14	Tổng lưu chuyển tiền tệ	(1)	(11)	31	127
					Ảnh hưởng của tỷ giá	(0)	(1)	0	0
					Tiền cuối năm	43	32	62	189

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.

Báo cáo này không được sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu ANV, người phê duyệt 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: 1900 6446

Fax: (84.24) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Tầng 3, 136 - 138 Lê Thị Hồng Gấm, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

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: 1900 6446

Fax: (84.236) 3553 888