

### THỊ TRƯỜNG TRUNG QUỐC

#### Khuyến nghị

Nguyễn Thị Cẩm Tú (cơ bản)

tuntc@bsc.com.vn

|                 |        |
|-----------------|--------|
| Giá khuyến nghị | 28,300 |
| Giá đóng cửa    | 25,900 |
| Upside          | 9%     |

Trần Thành Hưng (ptkt)

hungtt@bsc.com.vn

|                 |     |
|-----------------|-----|
| Giá khuyến nghị | N/A |
| Giá đóng cửa    | N/A |

#### Dữ liệu thị trường

|                            |         |
|----------------------------|---------|
| Cổ phiếu lưu hành (mil)    | 125.00  |
| Vốn hóa (VND. bil)         | 3,091   |
| Giá cao nhất trong 52 tuần | 26,500  |
| KLGD trung bình 10 phiên   | 863,293 |
| Sở hữu nước ngoài          | 0.69%   |

#### Cổ đông lớn (%)

|                |        |
|----------------|--------|
| Đoàn Tới       | 45.65% |
| Đoàn Chí Thiên | 13.72% |
| Đoàn Chí Thanh | 13.72% |
| Đỗ Lập Nghiệp  | 0.02%  |
| Đoàn Quốc Xã   | 0.02%  |

#### Chart (1 year)



**Tổng quan công ty:** Công ty cổ phần Nam Việt được thành lập vào năm 1993, nhưng chỉ chuyển sang lĩnh vực thủy sản vào năm 2000. Sản phẩm chính của công ty là cá tra và cá ba sa. Nam Việt tự chủ 100% nguồn cá nguyên liệu với tổng công suất chế biến thủy sản là 560 tấn nguyên liệu/ngày.

#### Định giá

Chúng tôi khuyến nghị **Theo dõi** cổ phiếu ANV với giá mục tiêu 28,300 đồng/cp (+9% so với mức giá đóng cửa ngày 1/10/2018) dựa trên phương pháp định giá PE.

#### Dự báo KQKD.

BSC ước tính doanh thu và lợi nhuận của ANV dự kiến sẽ đạt mức 3,510 tỷ (+19% yoy) và 374 tỷ (+160% yoy), EPS FW 2018 = 2,696 VND/cp và EPS FW 2019 = 3,141 VND/cp.

#### Catalyst

- Giá bán tăng nhanh hơn so với giá vốn giúp biên LNG cải thiện
- Thị trường tiêu thụ tăng trưởng tốt
- Mở rộng vùng nuôi mới
- Thoái vốn khỏi các khoản đầu tư ngoài ngành

#### Rủi ro đầu tư

- Biến động cá giống: do ANV mới tự chủ 20% nguồn nguyên liệu cá giống
- Rủi ro từ thị trường xuất khẩu: Rủi ro từ thương mại tiểu ngạch và mức cạnh tranh ngày càng tăng tại Trung Quốc
- Rủi ro biến động lãi suất, tỷ giá

#### Cập nhật doanh nghiệp

Trong 9T.2018, ANV ghi nhận DT và LNST lần lượt là 2,734 tỷ (+30% yoy) và 307.5 tỷ (+253.5 % yoy). Trong đó, thành phẩm đông lạnh đóng góp 83% cơ cấu doanh thu, chiếm 79% lợi nhuận gộp.

Trong 9T.2018, công ty đã xuất khẩu 96 triệu USD (+43% yoy) và đạt 74% kế hoạch năm. Trung Quốc là thị trường chiếm tỷ trọng lớn nhất, chiếm 15% tổng kim ngạch.

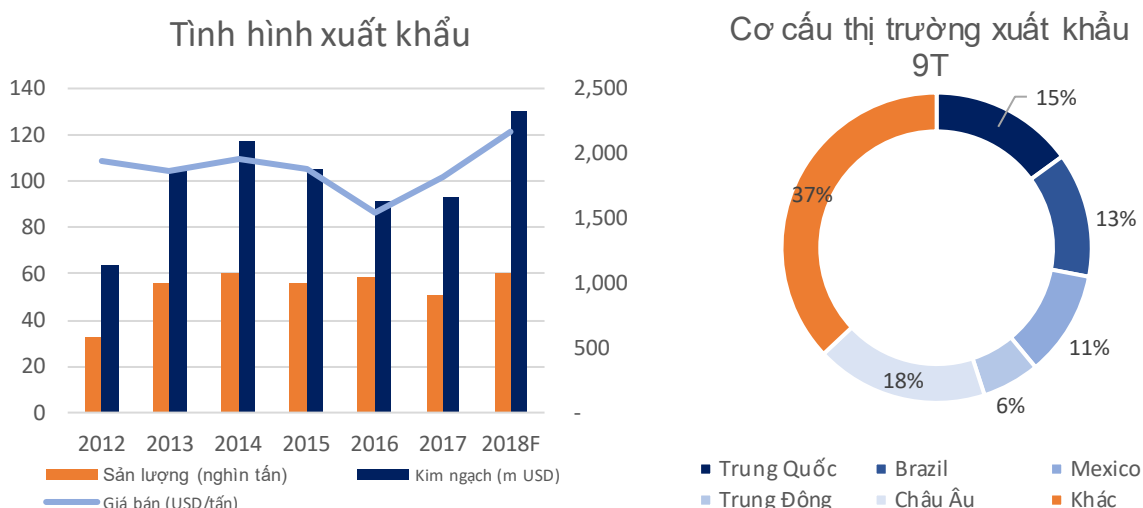
Vùng nuôi hiện tại đạt 250ha, tự chủ 100%. ANV đang có kế hoạch tăng thêm 400 ha vùng nuôi trồng, dự kiến Q3.2019 có thể cho sản lượng cá.

Công ty đã thoái vốn khỏi các khoản đầu tư ngoài ngành (NMDAP Lào Cai, CTCP Cromit Nam Việt).

## CTCP Nam Việt

**KQKD 9T2018.** ANV ghi nhận DT và LNST lần lượt là 2,734 tỷ (+30% yoy) và 307.5 tỷ (+253.5 % yoy). Trong đó, thành phẩm đông lạnh đóng góp 83% cơ cấu doanh thu, chiếm 79% lợi nhuận gộp. Biên LNG của ANV trong 9T.2018 đạt 15.7%, tăng từ mức 13.3% so với cùng kỳ. BSC cho rằng giá bán trung bình tăng 25% - 30% so với cùng kỳ, trong khi công ty không chịu rủi ro biến động từ giá cá tra nguyên liệu giúp cải thiện biên LNG. BSC kỳ vọng rằng điều kiện xuất khẩu thuận lợi tại Trung Quốc và mô hình phát triển khép kín, biên LNG vẫn duy trì ở mức cao trong hai quý tới.

Trong 9T.2018, công ty đã xuất khẩu 96 triệu USD (+43% yoy) và đạt 74% kế hoạch năm. Trung Quốc là thị trường chiếm tỷ trọng lớn nhất, chiếm 15% tổng kim ngạch và sẽ tiếp tục tăng trong thời gian tới.



Nguồn: ANV

**Vùng nuôi hiện tại đạt 250 ha, tự chủ 100% nguồn nguyên liệu.** Hàng năm, vùng nuôi sẽ cung cấp khoảng 74,200 tấn cho nhà máy. Trong đó, 80% diện tích vùng nuôi thuộc sở hữu của Nam Việt. Khoảng 20% diện tích vùng nuôi là công ty ký hợp đồng thuê đất với thời hạn từ 3 – 5 năm. ANV đang có kế hoạch tăng thêm 400 ha vùng nuôi trồng, dự kiến Q3.2019 có thể cho sản lượng cá. Tuy nhiên, BSC lưu ý rằng cá giống tốt hiện đang thiếu hụt, công ty có thể không khai thác hết vùng nuôi mới trong năm tới.

**Nhà máy thủy sản đang vận hành với công suất 400 tấn NVL/ngày,** khoảng 71% công suất thiết kế của 3 nhà máy. Nam Việt hiện đang sở hữu 3 nhà máy chế biến, trong đó: nhà máy Ấn Độ Dương (400 tấn NVL/ngày); Thái Bình Dương (90 tấn NVL/ngày) và Nam Việt (70 tấn NVL/ngày).

**Nhà máy thức ăn cung cấp 500 tấn thức ăn/ngày (~ 63% công suất thiết kế)** cho vùng nuôi với giá thành dao động 9,000 VND/kg. Công ty cũng bán thức ăn cho thị trường, doanh thu khoảng 30 – 40 tỷ/tháng với giá bán quanh 10,000 VND/kg.

**Chuỗi giá trị sản xuất tương đối hoàn thiện,** từ cá giống đến cá nguyên liệu (riêng cá giống công ty mới tự chủ 20%). Với định mức thức ăn 1.6, chi phí sản xuất cá của ANV dao động 21,000 – 22.000 VND/kg – mức trung bình so với một số doanh nghiệp. Với chu trình khép kín, công ty sẽ không phải chịu rủi ro biến động cá đầu vào trong khi được hưởng lợi khi giá xuất khẩu tăng.

## CTCP Nam Việt

**Tiềm năng thị trường Trung Quốc** đã được chúng tôi đề cập trong Báo cáo trước, hiện tại, nhu cầu với cá tra từ Trung Quốc vẫn đang ở mức cao. Sau khi đi gặp một số doanh nghiệp thủy sản, chúng tôi nhận thấy số lượng các đơn đặt hàng từ phía Trung Quốc lớn, các nhà máy đều không đủ cá để đáp ứng. Thị trường Trung Quốc là thị trường với dân số lớn và mới được chú ý trong 1 – 2 năm trở lại đây và còn nhiều dư địa phát triển.

Chúng tôi nhận thấy các doanh nghiệp thủy sản đang đầu tư mạnh vào vùng nuôi, công suất, khả năng cao nhằm phát triển thị trường Trung Quốc. Ngoài việc tăng khả năng đáp ứng đơn hàng, các doanh nghiệp đang dần phụ thuộc nhiều vào Trung Quốc, và dễ gặp rủi ro khi có sự thay đổi đột ngột về thị trường.

| Công ty                                | Kế hoạch mở rộng                                                             |
|----------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|
| CTCP Nam Việt                          | Vùng nuôi: + 400 ha                                                          |
| CTCP Đầu tư và Phát triển Quốc gia IDI | Vùng nuôi: + 100 ha<br>Nhà máy chế biến: + 450 tấn NVL/ngày (đang thảo luận) |
| Fatfishco                              | Nhà máy chế biến: + 200 tấn NVL/ngày                                         |
| CT TNHH Hùng Cá                        | Nhà máy chế biến: + 50 40 foot tải                                           |

Source: BSC Research, Undercurrent

**ANV tiếp tục thoái vốn các khoản đầu tư ngoài ngành**, bao gồm khoản đầu tư vào NM DAP Lào Cai (đã thu tiền từ CT TNHH Đại Tây Dương) và khoản đầu tư vào CTCP Cromit Nam Việt (giá trị sổ sách tại 30.12.17 là 11 tỷ đồng). Về khoản đầu tư tại NH TMCP Hàng Hải, công ty chưa có ý định bán trong thời gian tới.

**Kế hoạch kinh doanh năm.** Công ty kỳ vọng năm 2018 DT và LNST lần lượt đạt 3,850 tỷ (+31% yoy) và 400 tỷ (+177% yoy). Năm 2019, công ty dự kiến DT và LNST đạt 6,000 – 7,000 tỷ (+56% ) và 700 tỷ (+ 75% ) dựa trên giả định giá xuất khẩu vẫn tăng và sản lượng tăng trong năm sau.

## TÓM TẮT CÁC CHỈ TIÊU BÁO CÁO TÀI CHÍNH

|                       | Q3 2017      | Q4 2017      | Q1 2018      | Q2 2018      | Q3 2018      |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu thuần       | 738          | 851          | 815          | 869          | 1,051        |
| LN gộp                | 91           | 141          | 138          | 124          | 168          |
| DT tài chính          | 2            | 6            | 2            | 32           | 23           |
| CP tài chính          | (13)         | (12)         | (9)          | (24)         | (21)         |
| Lãi vay               | (12)         | (12)         | (9)          | (13)         | (11)         |
| <b>CP bán hàng</b>    | <b>(31)</b>  | <b>(50)</b>  | <b>(35)</b>  | <b>(45)</b>  | <b>(30)</b>  |
| CP QLDN               | (4)          | (26)         | (8)          | 40           | (8)          |
| <b>Lãi/lỗ HĐKD</b>    | <b>45</b>    | <b>56</b>    | <b>88</b>    | <b>126</b>   | <b>132</b>   |
| <b>TN khác (ròng)</b> | <b>(7)</b>   | <b>(2)</b>   | <b>0</b>     | <b>1</b>     | <b>(1)</b>   |
| LN trước thuế         | 38           | 55           | 88           | 127          | 131          |
| LN sau thuế           | 34           | 45           | 76           | 117          | 114          |
| LN CĐ thiếu số        | 0            | 0            | 0            | 4            | -            |
| LN Cty mẹ             | 33           | 45           | 76           | 113          | 114          |
| <b>EPS</b>            | <b>460</b>   | <b>851</b>   | <b>815</b>   | <b>869</b>   | <b>916</b>   |
| TS ngắn hạn           | 1,389        | 1,302        | 1,345        | 2,156        | 2,033        |
| Tiền và ĐT ngắn hạn   | 15           | 26           | 68           | 641          | 604          |
| Phải thu ngắn hạn     | 407          | 380          | 379          | 469          | 421          |
| Tồn kho               | 931          | 861.30       | 872          | 1,022        | 972          |
| TS ngắn hạn khác      | 36           | 34           | 26           | 25           | 37           |
| TS dài hạn            | 1,172        | 1,389        | 1,675        | 1,093        | 1,147        |
| Phải thu dài hạn      | 256          | 256          | 244          | 6            | 5            |
| TSCĐ                  | 479          | 519          | 568          | 569          | 557          |
| TS dở dang dài hạn    | 119          | 66           | 26           | 12           | 17           |
| TS dài hạn khác       | 73           | 71           | 68           | 66           | 65           |
| <b>Tổng TS</b>        | <b>2,561</b> | <b>2,691</b> | <b>3,020</b> | <b>3,250</b> | <b>3,180</b> |
| <b>Nợ phải trả</b>    | <b>1,224</b> | <b>1,308</b> | <b>1,551</b> | <b>1,812</b> | <b>1,629</b> |
| Nợ ngắn hạn           | 1,132        | 1,232        | 1,495        | 1,795        | 1,614        |
| Vay ngắn hạn          | 917          | 1,025        | 1,159        | 1,588        | 1,363        |
| Nợ dài hạn            | 92           | 76           | 56           | 17           | 15           |
| Vay dài hạn           | 92           | 76           | 56           | 17           | 15           |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b> | <b>1,337</b> | <b>1,382</b> | <b>1,470</b> | <b>1,437</b> | <b>1,551</b> |
| Vốn góp               | 1,250        | 1,250        | 1,250        | 1,250        | 1,250        |
| LN chưa phân phối     | 97           | 142          | 229          | 193          | 307          |
| <b>Tổng nguồn vốn</b> | <b>2,561</b> | <b>2,691</b> | <b>3,020</b> | <b>3,250</b> | <b>3,180</b> |
| % yoy DT              | 1.5%         | 12.4%        | 16.7%        | 30.0%        | 42.6%        |
| Biên ln gộp           | 12.3%        | 16.5%        | 17.0%        | 14.3%        | 16.0%        |
| Lãi vay/DTT           | 1.7%         | 1.4%         | 1.1%         | 1.6%         | 1.1%         |
| CP bán hàng/DTT       | 4.2%         | 5.9%         | 4.3%         | 5.2%         | 2.9%         |
| CP QLDN/DTT           | 0.5%         | 3.1%         | 1.0%         | -4.5%        | 0.8%         |
| Biên ln thuần         | 4.5%         | 5.3%         | 9.3%         | 13.5%        | 10.9%        |

DTT trong 9T.2018 tăng 30% yoy do nhu cầu tăng tại thị trường xuất khẩu. Sản phẩm cá tra đóng góp 83% doanh thu và 79% lợi nhuận gộp.

Biên LNG đạt mức cao, 15.7% từ mức 13.3% so với cùng kỳ. Biên gộp tăng do giá bán TB tăng 25 – 30% trong khi chi phí sản xuất ổn định.

Tại 30.9.2018, công ty đang có 958 tỷ tiền gửi ngân hàng, chiếm 30% TTS

ANV có 300 tỷ khoản phải thu từ khách hàng nước ngoài.

Hàng tồn kho giảm nhẹ so với đầu quý, chủ yếu là cá đang nuôi ở trong ao.

IDI đang vay ngắn hạn 1,363 tỷ, chủ yếu để phục vụ vốn lưu động. Công ty vay ông Doãn Tới 229 tỷ (~16.8% tổng nợ NH) với lãi suất 0%.

Biên LN gộp tăng do giá xuất khẩu cá tra tăng mạnh (+ 25 - 30% yoy). BSC cho rằng biên vẫn sẽ ở mức cao trong 2 quý tới.

Chi phí QLDN âm trong Q2.2018 do công ty thu hồi được khoản phải thu khó đòi nên hoàn nhập 45 tỷ.

## MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

Q3 2017    Q4 2017    Q1 2018    Q2 2018    Q3 2018

**1. Khả năng thanh toán**

|                 |      |      |      |      |      |
|-----------------|------|------|------|------|------|
| Hsố TT ngắn hạn | 1.23 | 1.06 | 0.90 | 1.20 | 1.26 |
| Hsố TT nhanh    | 0.37 | 0.33 | 0.30 | 0.62 | 0.63 |

Hệ số thanh toán tăng nhẹ trở lại

**2. Cơ cấu vốn**

|                   |      |      |      |      |      |
|-------------------|------|------|------|------|------|
| TSNH/ TTS         | 0.54 | 0.48 | 0.45 | 0.66 | 0.64 |
| TSDH/ TTS         | 0.46 | 0.52 | 0.55 | 0.34 | 0.36 |
| Hsố Nợ/ TTS       | 0.48 | 0.49 | 0.51 | 0.56 | 0.51 |
| Hsố Nợ/ VCSH      | 0.92 | 0.95 | 1.06 | 1.26 | 1.05 |
| Nợ ngắn hạn / TTS | 0.44 | 0.46 | 0.50 | 0.55 | 0.51 |
| Nợ DH / TTS       | 0.04 | 0.03 | 0.02 | 0.01 | 0.00 |

**Cơ cấu tài sản:** TSNH chiếm tỉ trọng 64% trong tổng tài sản, hầu hết là tài sản có thanh khoản (tiền mặt, cá nuôi trong ao)

**3. Năng lực hoạt động**

|                    |       |       |       |       |       |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Vquay hàng tồn kho | 2.34  | 2.64  | 2.74  | 2.85  | 3.29  |
| Vquay phải thu     | 7.80  | 8.03  | 8.32  | 8.74  | 10.34 |
| Vquay phải trả     | 13.01 | 20.50 | 13.40 | 22.55 | 29.61 |
| Số ngày HTK        | 155.7 | 138.1 | 133.3 | 128.3 | 111.0 |
| Số ngày phải thu   | 46.8  | 45.4  | 43.9  | 41.8  | 35.3  |
| Số ngày phải trả   | 28.1  | 17.8  | 27.2  | 16.2  | 12.3  |
| CCC                | 174.4 | 165.7 | 150.0 | 153.9 | 134.0 |

Các chỉ số năng lực hoạt động đều có xu hướng cải thiện, giúp làm giảm chu kỳ lưu chuyển tiền xuống còn 134 ngày

**4. Khả năng sinh lời**

|                |      |      |       |       |       |
|----------------|------|------|-------|-------|-------|
| LNST/DTT (%)   | 4.5% | 5.3% | 9.3%  | 13.5% | 10.9% |
| LNST/VCSH (%)  | 6.8% | 9.8% | 13.1% | 19.9% | 24.4% |
| LNST/TTS       | 3.2% | 4.8% | 6.4%  | 9.4%  | 12.0% |
| LN từ HĐKD/DTT | 6.1% | 6.6% | 10.8% | 14.5% | 12.5% |

Khả năng sinh lời tăng trưởng tốt do giá xuất khẩu cá tra tăng. Đồng thời, công ty không phải chịu rủi ro từ biến động giá nguyên liệu trên thị trường

**5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)**

|               |       |       |       |       |       |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| TTS/VCSH      | 2.10  | 2.12  | 2.08  | 2.17  | 1.99  |
| DT/TTS        | 1.03  | 1.07  | 1.07  | 1.13  | 1.22  |
| EBIT/DT       | 5.8%  | 7.1%  | 8.5%  | 10.8% | 12.4% |
| EBT/EBIT      | 61.6% | 73.1% | 81.1% | 86.9% | 89.8% |
| lãi ròng/LNTT | 87.2% | 86.0% | 86.7% | 88.5% | 88.1% |

**6. Định giá**

|      |       |       |       |      |   |
|------|-------|-------|-------|------|---|
| PE   | 19.00 | 15.54 | 12.99 | 8.22 | - |
| PB   | 1.26  | 1.58  | 1.61  | 1.54 | - |
| EPS  | 0.59  | 0.75  | 0.77  | 0.67 | - |
| BVPS | 10.28 | 10.02 | 10.06 | 9.26 | - |

EPS trong 3Q.2018 tăng mạnh lên 2,426 VND/cp (+124.4% yoy).

**7. Tăng trưởng (%)**

|        |        |         |        |        |        |
|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
| TTS    | -14.5% | -10.8%  | 7.1%   | 20.6%  | 24.2%  |
| Nợ     | -27.5% | -23.4%  | 4.3%   | 30.2%  | 33.0%  |
| DTT    | 1.5%   | 12.4%   | 16.7%  | 30.0%  | 42.6%  |
| LN gộp | -9.7%  | 58.3%   | 58.2%  | 22.4%  | 86.0%  |
| LNST   | -73.2% | -61.2%  | 204.9% | 310.2% | 244.0% |
| EPS    | -75.6% | -131.5% | 203.0% | 115.4% | 98.5%  |

## Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

### BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV  
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: +84 4 3935 2722  
Fax: +84 4 2220 0669

### BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: +84 8 3821 8885  
Fax: +84 8 3821 8510

<https://www.bsc.com.vn>  
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

**Bloomberg: BSCV <GO>**

