Ngày 09 tháng 03 năm 2023

Shinhan Securities



CTCP Nam Việt

[Việt Nam / Thủy sản]

Bloomberg Code (ANV VN) | Reuters Code (ANV.HM)

GIỮ

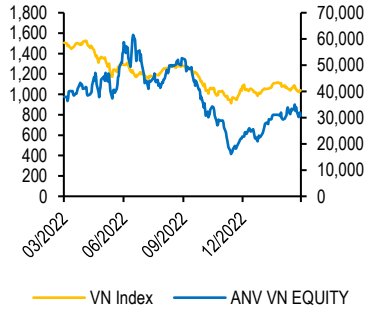
Báo Cáo Lần Đầu

Giá mục tiêu (12 tháng)	**VND 34,000**
Giá hiện tại (09/03/2023)	VND 31,550
Suất sinh lời (%)	8%

VNINDEX	1,056
P/E thị trường	9.8
Vốn hóa (tỷ VND)	4,200
SLCP lưu hành (triệu CP)	133
Tự do giao dịch (triệu CP)	37
52-tuần cao/thấp (VND)	65,000/15,000
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	1.36
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	42
Sở hữu nước ngoài (%)	27.67

Cổ đông lớn (%)	Doãn Tới	56.30
	Doãn Chí Thanh	13.45

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối	32.0	-38.3	-18.4
Tg đối với VN-Index (%)	31.6	-22.8	10.0



Nguồn: Bloomberg

Vươn ra biển lớn

Định giá lần đầu với khuyến nghị GIỮ, giá mục tiêu 34,000 đồng

CTCP Nam Việt (HoSE: ANV) là một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong ngành xuất khẩu cá tra của Việt Nam với việc tự chủ 100% từ vùng nuôi, con giống đến thức ăn. Chúng tôi định giá lần đầu ANV ở mức giá 34,000 đồng tương ứng với mức sinh lời 8%.

Kỳ vọng tăng trưởng xuất khẩu từ thị trường xuất khẩu chính và thị trường mới

Trung Quốc đã bắt đầu mở cửa trở lại sau 3 năm đóng cửa vì đại dịch. Trong năm nay, Trung Quốc mở cửa lại chắc chắn là kỳ vọng lớn nhất cho ngành thủy sản. Doanh thu từ thị trường Trung Quốc chiếm đến gần 20% trong tổng doanh thu của Nam Việt. Sau khi ngừng hợp tác với đối tác Shanghai Fenglei, thị phần từ thị trường Trung Quốc được kỳ vọng sẽ tăng lên đáng kể.

Đầu tháng 8/2022, Nam Việt bắt đầu xuất những container cá tra đầu tiên sang Mỹ sau gần 10 năm. Trong 5 tháng cuối năm, thị trường Mỹ mang về 1.9 triệu USD, tương ứng với 1.4% cơ cấu xuất khẩu của công ty, dự kiến doanh thu từ thị trường Mỹ năm nay sẽ đóng góp đáng kể vào doanh thu của Nam Việt sau khi công ty được hưởng thuế chống bán phá giá 0%.

Lợi thế tự chủ vùng nuôi giúp kiểm soát chi phí

Nam Việt là công ty hàng đầu trong ngành với việc có năng lực tự chủ 100% từ vùng nuôi, con giống, cá nguyên liệu, nhà máy thức ăn đến nhà máy chế biến. Điều này sẽ giúp công ty có lợi thế về giá thành chi phí đầu vào giúp cho biên lợi nhuận gộp được cải thiện đáng kể so với đối thủ. Cùng với đó công ty cũng đang xây dựng vùng nuôi Bình Phú với diện tích lên đến 600ha giúp cung cấp đủ cho các đơn hàng của công ty.

Đánh giá năm 2023F

Năm 2023 sẽ là một năm không quá tích cực với ngành cá tra khi mà tồn kho từ các nước còn cao dẫn đến việc dư cung làm giá xuất khẩu cá tra giảm. Cùng với đó là việc lạm phát vẫn neo ở mức cao trên phạm vi toàn cầu có thể sẽ làm ảnh hưởng đến KQKD năm 2023 của ANV, tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi của công ty vào năm 2024 và sẽ tăng trưởng trở lại vào năm 2025.

Rủi ro

1) Rủi ro khi thâm nhập vào thị trường mới
2) Rủi ro khi đầu tư vào mảng mới

Năm	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	**4,897**	**4,811**	**4,968**	**7,003**	**5,492**
LN HĐKD (tỷ VND)	863	535	587	1,104	489
LNST (tỷ VND)	**674**	**410**	**447**	**869**	**348**
EPS (đồng)	5,300	3,217	3,501	6,814	2,726
BPS (đồng)	22,598	24,816	27,316	33,131	34,857
Biên LN HĐKD (%)	18%	11%	12%	16%	9%
Biên LNST (%)	14%	9%	9%	12%	6%
ROE (%)	**25.8**	**13.6**	**13.4**	**22.5**	**8.0**
PER (x)	4.3	10.6	9.7	5.0	12.5
PBR (x)	1.0	1.4	1.2	1.0	1.0
EV/EBITDA (x)	12.0	12.4	11.6	6.5	14.4

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Mở tài khoản

[Chuyên viên]

Diễm Ngô

☎ (84-28) 6299-7759

✉ diem.ndn@shinhan.com

Ly Bùi – Giám đốc Phân tích

☎ (84-28) 6299-8029

✉ ly.btt@shinhan.com

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. , or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

MỤC LỤC

3 **Tổng quan doanh nghiệp**

4 **Quan điểm đầu tư**

8 **Dự phóng doanh thu**

8 **Định giá và khuyến nghị**

13 **Rủi ro**

14 **Phụ lục: Báo cáo tài chính**

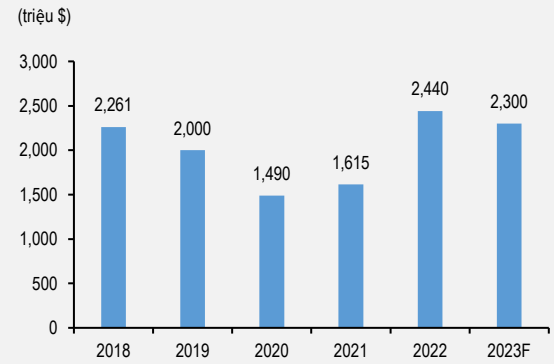
Tổng quan doanh nghiệp

Tổng quan ngành cá tra

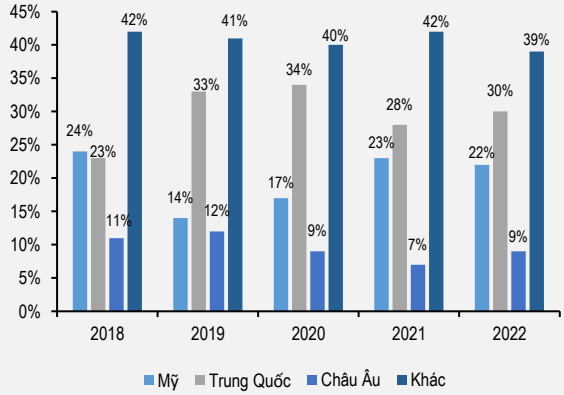
Việt Nam là nước xuất khẩu đến hơn 90% lượng cá tra của toàn thế giới do vùng Đồng bằng sông Cửu Long của nước ta có điều kiện địa lý thuận lợi để thả nuôi. Năm 2022, ngành cá tra nước ta đã cán đích mốc 2.4 tỷ USD (+51% YoY) do cuộc chiến tranh giữa Nga-Ukraina đã giúp cho cá tra của Việt Nam được hưởng lợi, cùng với đó là nhu cầu của người dân tăng mạnh sau đại dịch COVID-19. Năm 2022, diện tích thả nuôi cá tra cả nước đạt khoảng 5,500 ha, sản lượng 1.6 triệu tấn. Năm 2023, ngành cá tra đặt mục tiêu sản lượng 1.6 triệu tấn, kim ngạch XK đạt 2.3 tỷ USD.

Trong năm 2022, xuất khẩu cá tra đạt kỷ lục 2.4 tỷ USD. Xuất khẩu sang các thị trường đều tăng mạnh. Xuất khẩu sang Trung Quốc vẫn chiếm tỷ trọng lớn nhất với gần 30% tổng giá trị xuất khẩu. Thị trường Mỹ tăng trưởng mạnh mẽ khi mang về 537 triệu USD. Trong 2 tháng đầu năm 2023, tình hình xuất khẩu cá tra có vẻ kém khả quan khi giảm 38% so với cùng kỳ với thị trường Mỹ giảm 53%, Trung Quốc giảm 7%, khối CPTPP tăng 14%. Tuy nhiên, nhu cầu của các thị trường đang có xu hướng hồi phục nên chúng tôi kỳ vọng những tháng tới, tình hình xuất khẩu sẽ ổn định hơn.

Kim ngạch xuất khẩu toàn ngành cá tra Việt Nam



Cơ cấu các thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam



Nguồn: VASEP, Shinhan Securities Vietnam

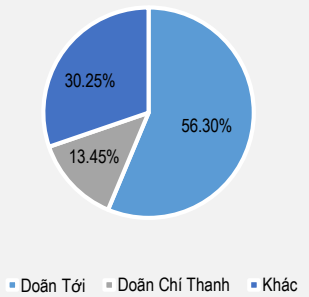
Lịch sử doanh nghiệp

Công ty cổ phần Nam Việt thành lập vào năm 1993 và hoạt động trong lĩnh vực xây dựng và dân dụng trước khi chuyển sang lĩnh vực chế biến thủy sản vào năm 2000. Công ty đã sớm tự chủ 100% từ vùng nuôi cá giống, thức ăn đến nhà máy chế biến từ lúc mới thành lập.

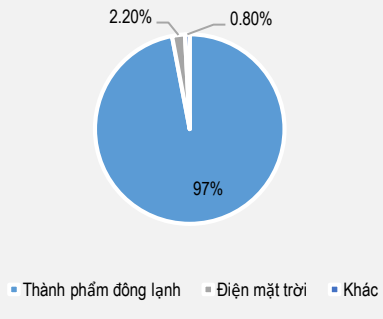
Doanh thu của Nam Việt theo sản phẩm có thể kể đến như: sản phẩm đông lạnh, cá nguyên liệu, thức ăn thủy sản, chả cá và điện mặt trời. Trong đó mảng sản phẩm đông lạnh là mảng đem lại nguồn thu lớn nhất cho Nam Việt khi chiếm đến 97% tổng doanh thu trong năm 2021. Vào năm 2022, Nam Việt đã khởi động dự án collagen và gelatin với kỳ vọng đóng góp 10% vào tổng doanh thu của công ty.

Năm 2007, Nam Việt chính thức được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh với mã chứng khoán "ANV".

Cơ cấu cổ đông



Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm rút gọn



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Quan điểm đầu tư

Kỳ vọng tăng trưởng xuất khẩu từ thị trường xuất khẩu chính và thị trường mới

1. Thị trường Trung Quốc

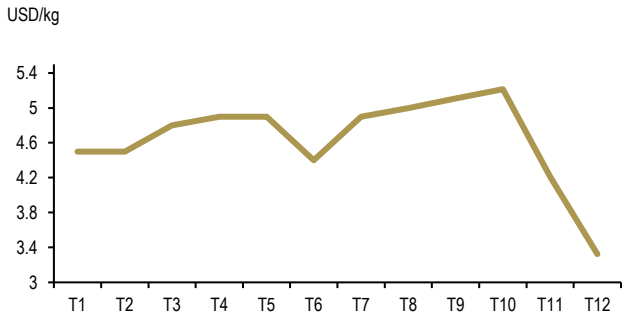
Nam Việt có mạng lưới xuất khẩu rộng lớn đến hơn 100 quốc gia và nhiều châu lục trên thế giới như Châu Á, Châu Âu, Châu Mỹ và Trung Đông. Trong cơ cấu doanh thu của công ty, xuất khẩu chiếm tỷ trọng cao đến gần 80% vào giai đoạn trước COVID-19. Vào giai đoạn đại dịch xảy ra, doanh nghiệp đã cảm thấy sự quan trọng của thị trường nội địa nên đã chủ động gia tăng doanh thu nội địa dẫn đến doanh thu xuất khẩu chỉ còn 68% vào năm 2021, nhưng con số này đã đạt 73% vào năm 2022 sau khi cá tra đạt kỷ lục xuất khẩu.

Trong năm 2023, thị trường Trung Quốc sẽ là kỳ vọng lớn nhất của ngành cá tra sau khi nước này mở cửa trở lại. Năm 2022, thị trường Trung Quốc (bao gồm cả Hồng Kông) chiếm gần 20% thị phần xuất khẩu của ANV và mang về 26.9 triệu USD với hai kênh phân phối chính là siêu thị và nhà hàng. Hiện nay, giá cá xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc khoảng 2.75 USD/kg và số lượng đơn hàng từ Trung Quốc đang tăng đột biến nhưng ANV vẫn chưa thể nhận bởi nước này yêu cầu size cá lớn từ 1.2-1.3kg và sẽ mất thời gian nuôi lâu hơn. Sau khi ngừng hợp tác với đối tác Shanghai Fenglei, Nam Việt sẽ có nhiều cơ hội để gia tăng đơn hàng hơn và sẽ giúp cho doanh thu sang thị trường Trung Quốc tăng trưởng mạnh mẽ. Dự kiến đến Q2/2023, xuất khẩu sang thị trường này sẽ phục hồi.

2. Thị trường Mỹ

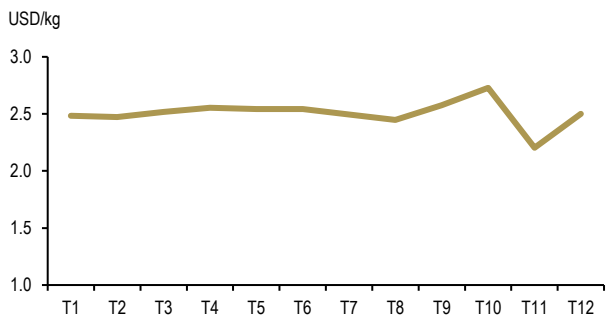
Sau đánh giá POR16 (01/8/2018 - 31/7/2019), Nam Việt là doanh nghiệp tiếp theo được hưởng thuế suất 0% khi xuất khẩu cá tra sang Mỹ. Từ đầu năm 2022, giá xuất khẩu cá tra sang Mỹ liên tục tăng cao bởi nhu cầu sử dụng cá thịt trắng giá rẻ tăng giữa tình hình lạm phát liên tục vẫn đang tiếp diễn. Nam Việt đã quay trở lại thị trường Mỹ vào T8/2022 sau khi rời thị trường này vào năm 2014 do thuế chống bán phá giá cao. Tổng kết năm 2022, thị trường Mỹ đem về 1.9 triệu USD doanh thu, chiếm 1.4% thị phần xuất khẩu của Nam Việt. Sang năm 2023, công ty kỳ vọng doanh thu từ thị trường này đạt 15 triệu USD và xuất được khoảng 30 container/tháng. Tuy vậy, thị trường Mỹ yêu cầu gắt gao về chất lượng cũng như tồn kho ở Mỹ còn cao, công ty dự đoán đến Q2/2023 thì lượng tồn kho này sẽ giảm bớt. Dù gia nhập muộn hơn các doanh nghiệp khác nhưng ANV tự tin có lợi thế về giá do chi phí vốn thấp hơn.

Giá cá tra xuất khẩu sang Mỹ năm 2022



Nguồn: Agromonitor, Shinhan Securities Company

Giá cá tra xuất khẩu sang Trung Quốc năm 2022



Nguồn: Agromonitor, Shinhan Securities Company

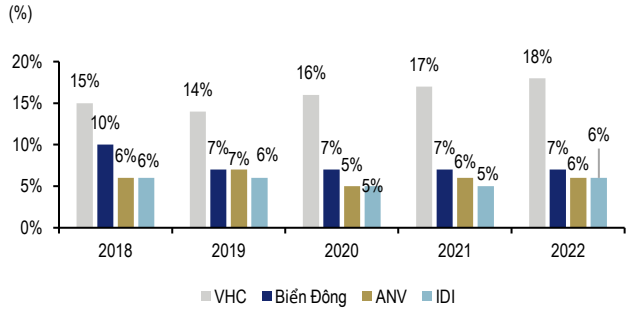
3. Doanh thu từ các thị trường khác chiếm thị phần ổn định

Năm 2022, doanh thu từ thị trường Châu Âu tăng 107% YoY do cuộc chiến tranh giữa Nga và Ukraina đã giúp cá tra Việt Nam hưởng lợi. Thêm vào đó, Hiệp định thương mại tự do giữa EU-Việt Nam (EVFTA) có hiệu lực từ 01/08/2020 đã giúp loại bỏ 99% thuế quan. Hầu hết các loại thuế quan áp lên cá mặt hàng thủy sản đã được xóa bỏ trong Hiệp định EVFTA. Tuy nhiên, ở một vài mặt hàng thủy sản, thuế quan sẽ được xóa bỏ dần dần. Hiện nay, mặt hàng cá tra đông lạnh đang được hưởng thuế từ Hệ thống ưu đãi phổ cập là 5.5% và sẽ được hưởng mức thuế suất 0% sau 3 năm (theo Tổng cục Thủy sản).

Trong năm vừa qua, thị trường Châu Á đem lại 25.2 triệu USD và trong đó Thái Lan chiếm đến 85%. Trong năm vừa qua nhu cầu từ thị trường Thái lan tăng đột biến và Nam Việt là doanh nghiệp được hưởng lợi khi chiếm đến ¼ thị phần xuất khẩu cá tra vào nước này. Giá bán cá tra trung bình sang thị trường Thái Lan ở khoảng 2.75 USD/kg.

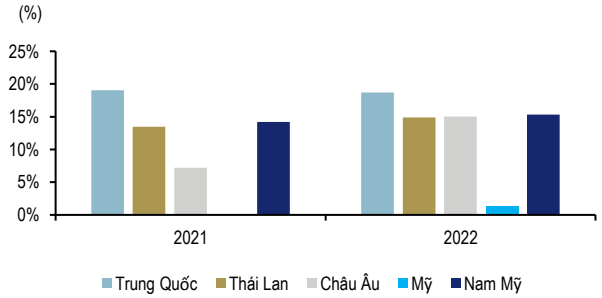
Cùng với đó, viêc xuất khẩu cá tra sang các nước Nam Mỹ cũng khá ổn định, đây là khách hàng lâu đời của Nam Việt với thị phần chiếm khoảng 15.3%. Xuất khẩu cá tra sang thị trường Mexico (thuộc khối CPTPP) cũng ghi nhận kết quả khả quan khi tăng +29% YoY, kết quả này được hỗ trợ bởi hai yếu tố tích cực: 1) Theo Hiệp định CPTPP, mặt hàng thủy sản nhận mức thuế suất 0% ngay sau khi hiệp định có hiệu lực; 2) CPTPP ít bị tác động bởi biến động tiền tệ và cước vận tải quá cao.

Thị phần xuất khẩu cá tra của các DN nổi bật trong ngành



Nguồn: VASEP, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu thị trường xuất khẩu chính của ANV



Nguồn: ANV, Shinhan Securities Vietnam

Lợi thế tự chủ vùng nuôi giúp kiểm soát chi phí

Theo Chủ tịch công ty, có 5 yếu tố quan trọng trong ngành cá tra để tạo được lợi thế về giá thành gồm con giống, cá nguyên liệu, nhà máy thức ăn, nhà máy chế biến, thị trường và ANV hiện đã có đủ.

Công ty có sẵn 17 vùng nuôi cá với tổng diện tích mặt nước đạt 400ha cùng với đó vào năm 2018 công ty đầu tư vùng nuôi công nghệ cao Bình Phú với tổng vốn đầu tư 4,000 tỷ đồng, diện tích 600ha. Tuy vậy, công ty vẫn đang duy trì việc tự sản xuất 30% con giống, còn lại sẽ đi mua từ người dân. Cá nguyên liệu nếu có dư, công ty có thể đem bán cho bên ngoài và doanh thu từ mảng này là khoảng 2% mỗi năm, vào năm đại dịch COVID-19 cá không thể đem đi xuất khẩu thì mảng này đã đóng góp đáng kể đến 9% vào tổng doanh thu của công ty.

Công ty có sẵn nhà máy thức ăn với công suất 500,000 tấn thành phẩm/năm đủ để cung cấp cho toàn bộ vùng nuôi của công ty cùng với đó còn dư để đem bán, mảng này đều đặn mỗi năm đóng góp từ 5% trở lên vào tổng doanh thu của công ty. Năm 2022, Nam Việt thành lập Công ty TNHH Chế biến thức ăn thủy sản Nam Việt, điều này sẽ rất có lợi cho công ty khi từ đầu năm đến nay, giá nguyên vật liệu tăng cao đã

đẩy chi phí thức ăn cho cá (chiếm tỷ trọng cao trong giá vốn hàng bán) tăng cao, tự chủ càng nhiều về lượng thức ăn sẽ giúp công ty giảm được giá vốn hàng bán, giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp.

Công ty có sẵn 5 nhà máy chế biến thủy sản với công suất 1,050 tấn nguyên liệu/ngày đủ để đáp ứng nhu cầu của khách hàng, cùng với 10 lines nhà máy thức ăn với công suất 1,000 tấn thành phẩm/ngày.

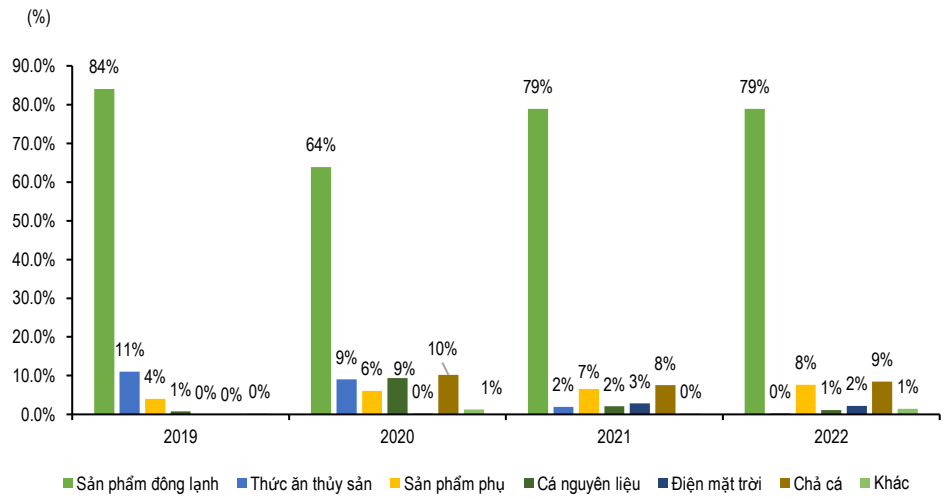
Các nhà máy chế biến thủy sản của ANV

Tên nhà máy	Công suất
Nhà máy đông lạnh thủy sản Nam Việt	150 tấn cá nguyên liệu/ngày
Nhà máy đông lạnh thủy sản Ấn Độ Dương	500 tấn cá nguyên liệu/ngày
Nhà máy đông lạnh thủy sản Thái Bình Dương	100 tấn cá nguyên liệu/ngày
Nhà máy đông lạnh thủy sản Đại Tây Dương	300 tấn cá nguyên liệu/ngày
Nhà máy đông lạnh thủy sản NTACO	50 tấn cá nguyên liệu/ngày

Nguồn: Báo cáo thường niên của ANV, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm của Nam Việt bao gồm các sản phẩm đông lạnh, thức ăn thủy sản, sản phẩm phụ, cá nguyên liệu, chả cá và điện mặt trời. Trong đó, doanh thu từ mảng sản phẩm đông lạnh chiếm phần lớn đến 79% trong năm 2021.

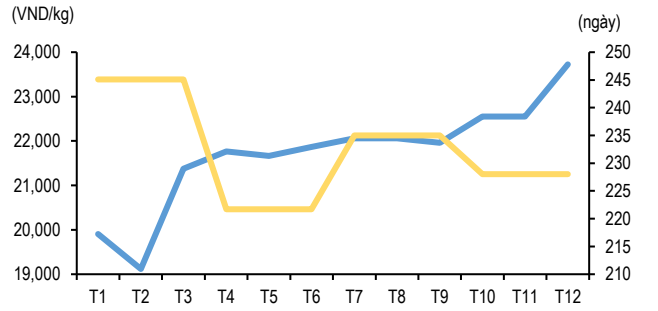
Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm của ANV



Nguồn: Shinhan Securities Vietnam, Bloomberg

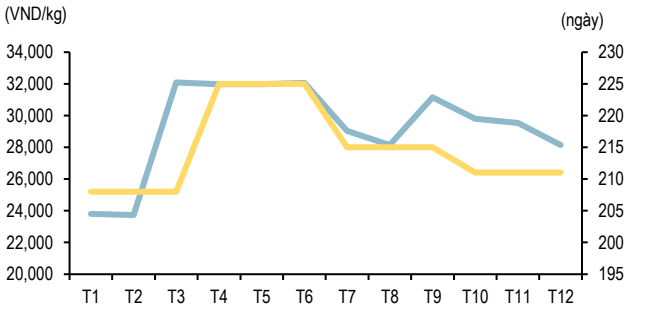
Tự chủ 100% chi phí nguyên liệu đầu vào nên khi giá nguyên liệu tăng cao thì Nam Việt không bị ảnh hưởng, bởi thời gian gần đây giá cá nguyên liệu tăng nhưng đi cùng với việc chi phí thức ăn tăng cao làm nhiều hộ nông dân treo ao do không gánh được giá chi phí tăng cao. Tuy nhiên, khi giá cá nguyên liệu tăng thì sẽ mang lại lợi thế cạnh tranh cho Nam Việt bởi công ty có nguồn cá nguyên liệu sẵn có giá rẻ mà không phải đi thu mua từ bên ngoài. Nhưng cũng phải lưu ý thêm là nếu giá cá nguyên liệu giảm sâu thì Nam Việt sẽ bị ảnh hưởng bởi chi phí nuôi cá vẫn giữ nguyên nhưng giá bán lại không được giữ, cùng với đó nếu xảy ra dịch bệnh như COVID-19 thì Nam Việt sẽ phải gánh chi phí hàng tồn kho cao, điều này được thể hiện ở việc hàng tồn kho tăng.

Giá cá tra nguyên liệu tại An Giang và số ngày tồn kho của ANV năm 2021



Nguồn: Agromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Giá cá tra nguyên liệu tại An Giang và số ngày tồn kho của ANV năm 2022



Nguồn: Agromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Các dự án mới giúp tăng doanh thu

1. Dự án nhà máy collagen & gelatin từ da cá

Năm 2020, Nam Việt khởi công xây dựng nhà máy collagen&gelatin từ da cá với công suất 800 tấn thành phẩm mỗi năm, với diện tích hơn 9,600 m2 tại khu công nghiệp Thốt Nốt, Cần Thơ; chi phí đầu tư dự kiến gần 4 triệu USD. Theo đó, da cá tươi có giá dao động quanh 0.5 USD/kg, nếu sản xuất ra collagen có thể đạt mức giá từ 25-40 USD/kg.

Công ty chủ trương làm nguyên liệu bán sỉ cho các nhà máy khác sản xuất nên biên gộp sẽ trong khoảng 10-15%, nếu bán lẻ thì biên gộp sẽ cao hơn. Dự kiến doanh thu mỗi năm 36 triệu USD (liên doanh với Amicogen nên doanh thu của ANV sẽ là 18 triệu USD/năm). Sản phẩm chủ yếu để xuất khẩu và thị trường xuất khẩu chính sẽ là Hàn Quốc (có công ty liên doanh) và Ý (mua da cá của ANV).

2. Dự án điện mặt trời theo Dự thảo điện VIII của Nhà nước

Từ năm 2020, công ty đã đầu tư vào dự án điện mặt trời áp mái với công suất khoảng 53MW với tổng vốn đầu tư 477 tỷ đồng và doanh thu mỗi năm 118 tỷ đồng. Đối với các hệ thống diện mặt trời mái nhà có ngày vận hành thương mại từ 01/07/2019 đến 31/12/2020: giá mua điện mặt trời của EVN trong năm 2022 là 1,939 VNĐ/kWWh (năm 2021 là 1,938 VNĐ/kWWh) chưa bao gồm thuế giá trị gia tăng (tương đương 8.38 Uscents/kWWh). Công ty đã có dự định làm dự án điện năng lượng mặt trời 650MW theo lộ trình Dự thảo điện VIII chưa được Chính phủ phê duyệt và hiện đã có sẵn quỹ đất để thực hiện, nếu dự án được thực hiện thì nguồn doanh thu đem lại sẽ rất lớn với biên lợi nhuận gộp vào khoảng 90%/năm.

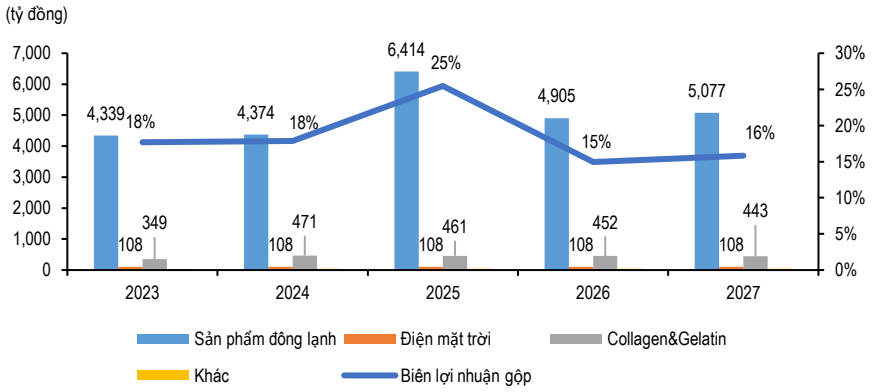
3. Dự án bất động sản

Trong năm 2022, Nam Việt đã có dự định làm dự án bất động sản khi thành lập Công ty TNHH Bất động sản Nam Việt với vốn góp 81 tỷ đồng và đầu tư xây dựng tòa nhà Nam Việt Tower 20 tầng để làm trụ sở mới của Tập đoàn và văn phòng cho thuê, tổng mức đầu tư 450 tỷ đồng (bao gồm tiền mua đất và xây dựng). Tuy nhiên, dự án này hiện đang được tạm hoãn do khó khăn trong việc thực hiện hồ sơ pháp lý cũng như tình hình thị trường không thuận lợi. Chúng tôi sẽ cập nhật thêm vào các báo cáo sau khi doanh nghiệp công bố thêm về dự án.

Dự phóng doanh thu

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu năm 2023 của Nam Việt sẽ có sự giảm nhẹ do lo ngại về tình hình lạm phát vẫn đang neo ở mức cao cùng với lượng hàng tồn kho lớn, và lo ngại về việc thâm nhập vào thị trường mới là Mỹ. Chúng tôi dự phóng tổng doanh thu năm 2023 đạt 4,811 tỷ đồng (-2% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 410 tỷ đồng (-39% YoY). Trong đó doanh thu từ thị trường Trung Quốc được dự báo sẽ chiếm hơn 20% tổng doanh thu xuất khẩu do sự mở cửa của thị trường này cùng với việc ANV có khả năng mở rộng thị trường sau khi ngừng hợp tác với đối tác Shanghai Fenglei. Chúng tôi kỳ vọng biên gộp của công ty đạt mức 18%.

Dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận gộp của Nam Việt (2023F –2027F)



Nguồn: Shinhan Securities Vietnam

Triển vọng doanh thu, lợi nhuận của Nam Việt (2022-2027F)

(Đơn vị: tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	4,897	4,811	4,968	7,003	5,492	5,650
Sản phẩm đông lạnh	4,754	4,339	4,374	6,414	4,905	5,077
Điện mặt trời	108	108	108	108	108	108
Collagen&Gelatin	0	349	471	461	452	443
Khác	73	35	41	43	48	42
LN từ HĐKD	863	535	587	1,104	489	529
Lợi nhuận gộp	1,336	852	887	1,784	821	895
LN ròng	674	410	447	869	348	387
Biên LN (%)						
Biên LN từ HĐKD	18%	11%	12%	16%	9%	9%
Biên LN gộp	27%	18%	18%	25%	15%	16%
Biên LN ròng	14%	9%	9%	12%	6%	7%
Tăng trưởng (YoY)						
Doanh thu	40%	-2%	3%	41%	-22%	3%
LN từ HĐKD	299%	-38%	10%	88%	-56%	8%
LN gộp	141%	-36%	4%	101%	-54%	9%
LN ròng	421%	-39%	9%	95%	-60%	11%

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Định giá và Khuyến nghị

Định giá lần đầu với khuyến nghị GIỮ, giá mục tiêu 34,000 đồng

Chúng tôi đưa ra định giá lần đầu đối với CTCP Nam Việt với khuyến nghị GIỮ và giá mục tiêu ở mức 34,000 đồng tương ứng với mức tăng 8% so với mức giá hiện tại. Đối với tầm nhìn dài hạn, Nam Việt là một khoản đầu tư có thể được cân nhắc trong bối cảnh hiện tại với những ưu điểm như sau:

1) Kỳ vọng doanh thu từ thị trường hiện tại và thị trường mới
2) Lợi thế tự chủ vùng nuôi giúp kiểm soát chi phí

Phương pháp định giá

Chúng tôi áp dụng kết hợp phương pháp định giá P/E và Chiết khấu dòng tiền (DCF) với tỷ trọng lần lượt là 40% và 60% để định giá Nam Việt.

Phương pháp định giá DCF

(Đơn vị: tỉ VND)	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
LN ròng	674	410	447	869	348	387
Cộng: lãi vay sau thuế	92	103	108	144	116	120
Cộng: Khấu hao	121	131	132	150	116	106
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	502	(243)	638	380	(51)	(775)
Trừ: Vốn đầu tư	271	435	224	427	170	279
Dòng tiền tự do (FCFF)	**114**	**452**	**(175)**	**355**	**461**	**1,109**
Tỷ lệ chiết khấu		0.90	0.80	0.72	0.63	0.56
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do		405	(140)	256	290	619
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2%					
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	6,089					
Giá trị doanh nghiệp	**7,519**					
Nợ	2,223					
Tiền và tương đương tiền	31					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	127,539,625					
Giá mục tiêu	**41,769**					

WACC (%)	**11.64%**
Lãi suất phi rủi ro	4.2%
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	11.13%
Beta	1.12
Chi phí nợ (%)	5.30%
Chi phí sử dụng vốn (%)	16.65%
Tỷ lệ nợ trên vốn	42%
Giá trị nợ vay (tỷ đồng)	2,423

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

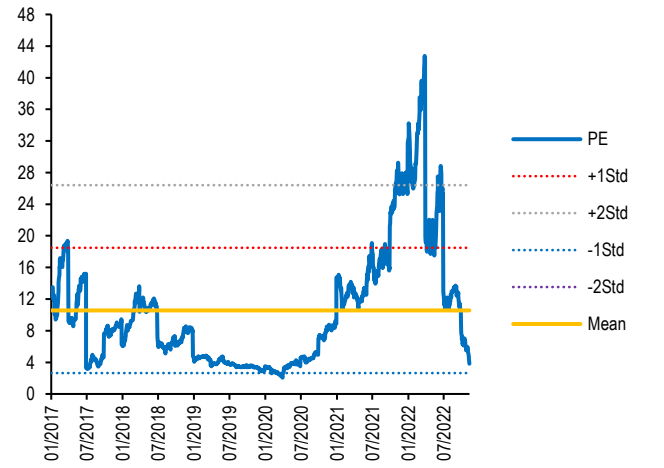
Đối với Chi phí vốn bình quân (WACC), chúng tôi sử dụng lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam 10 năm ở mức 4.2% là lãi suất phi rủi ro, Beta được tính toán dựa trên dữ liệu lịch sử 5 năm gần nhất của ANV và VNINDEX. Dựa trên các giả định đó, giá mục tiêu theo phương pháp FCFF của ANV được định giá ở mức 41,769 đồng.

Dựa trên phương pháp P/E, chúng tôi thu thập dữ liệu từ các doanh nghiệp trong cùng ngành nghề có quy mô tương đồng với ANV cộng với P/E trung bình 5 năm của ANV, với tỷ trọng 50%. Chúng tôi ước tính P/E mục tiêu của ANV ở mức 6.95x. Kết hợp cùng EPS dự phóng 2023 ở mức 3,217 đồng, giá mục tiêu của ANV được định giá ở mức 22,367 đồng.

Mã	Tên công ty	Vốn hóa (tỷ VND)	2018-2022 PER
ABT VN Equity	CTCP Xuất nhập khẩu Thủy sản Bến Tre	433	10.37
ACL VN Equity	CTCP Xuất nhập khẩu Thủy sản Cửu Long An Giang	612	5.69
ASM VN Equity	CTCP Tập đoàn Sao Mai	2,908	3.34
CAT VN Equity	CTCP Thủy sản Cà Mau	187	8.30
CCA VN Equity	CTCP Xuất nhập khẩu Thuỷ sản Cần Thơ	217	8.85
FMC VN Equity	CTCP Thực phẩm Sao Ta	2,393	6.37
IDI VN Equity	CTCP Đầu tư và Phát triển Đa Quốc Gia - IDI	2,766	13.76
KHS VN Equity	CTCP Kiên Hùng	204	3.83
VHC VN Equity	CTCP Vĩnh Hoàn	11,314	6.93
Trung bình ngành	**6.79**		
Trung bình 5 năm của ANV	7.12		
P/E mục tiêu	**6.95**		
EPS 2023F	3,217		
Giá mục tiêu	**22,367**		

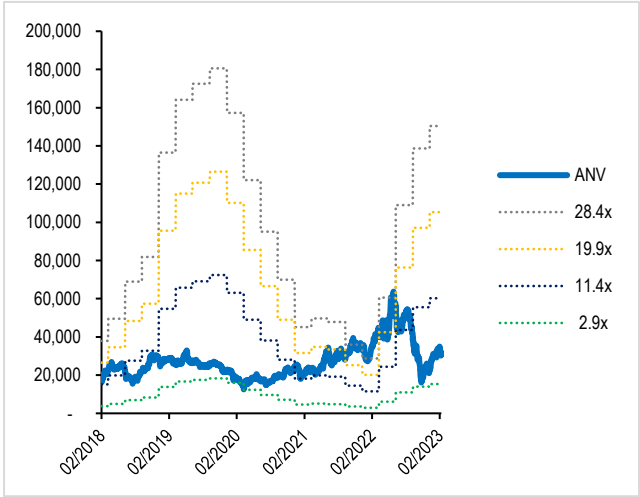
Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

PER của ANV



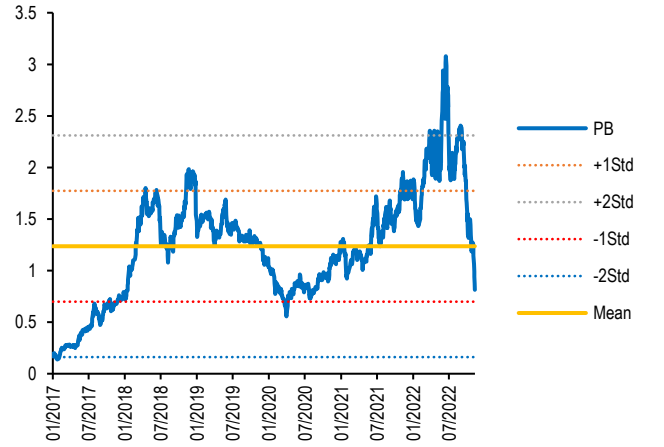
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PER của ANV



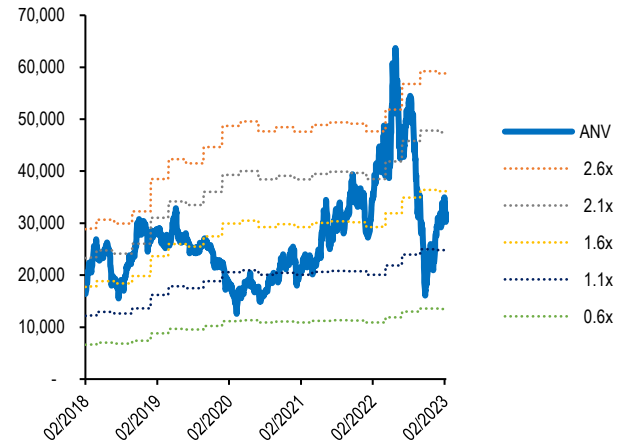
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR của ANV



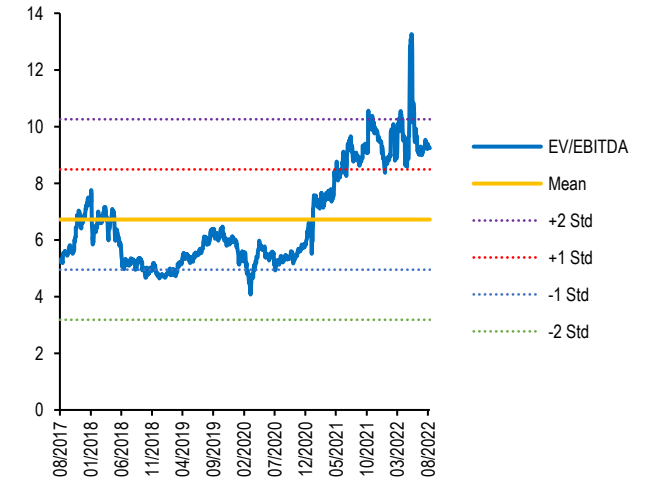
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PBR của ANV



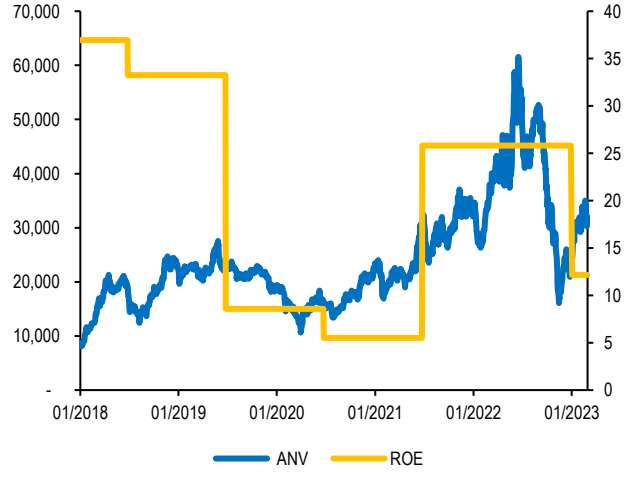
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

EV/EBITDA của ANV



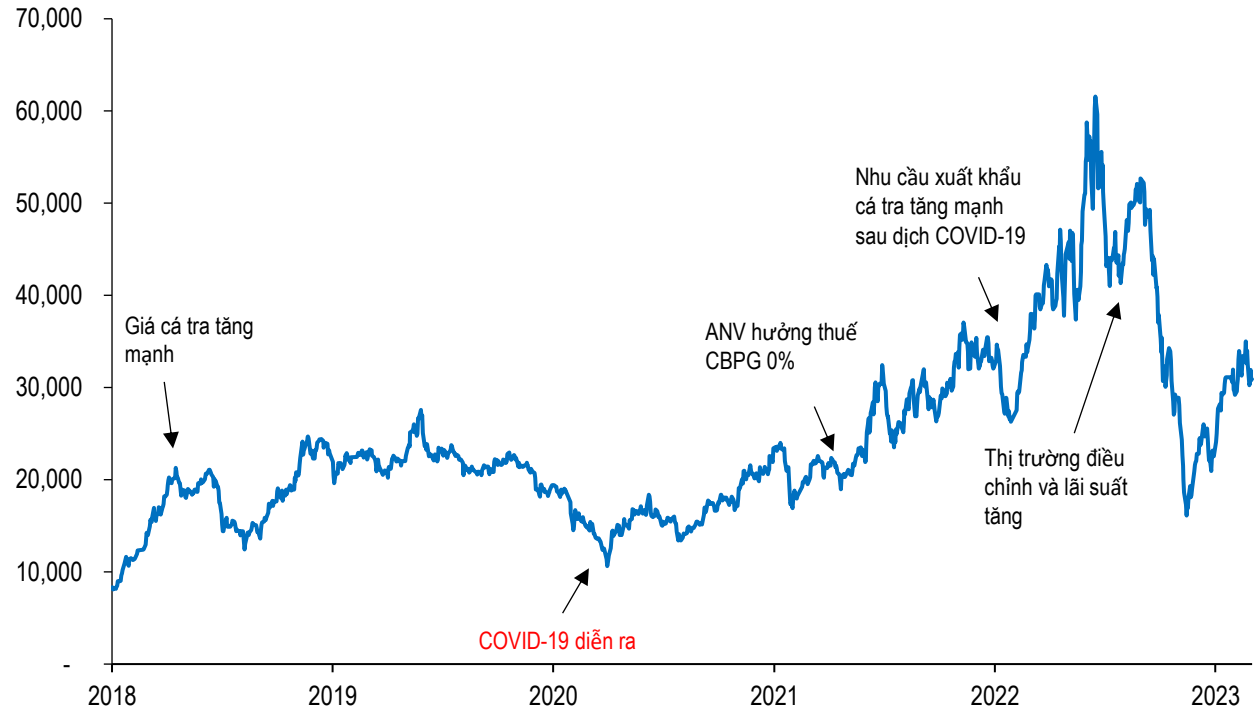
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tương quan giữa Giá và ROE của ANV



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Những sự kiện quan trọng của ANV



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro

Rủi ro khi thâm nhập vào thị trường mới

Năm 2022, Nam Việt đã quay trở lại thị trường Mỹ sau gần 10 năm. Đây là một thị trường xuất khẩu tiềm năng bởi giá xuất khẩu có thể cao hơn các thị trường khác đến 40% nhưng thị trường này cũng tiềm ẩn nhiều rủi ro như: đây là một thị trường quen thuộc của các DN lớn như Vĩnh Hoàn, Biển Đông nên Nam Việt sẽ gặp nhiều khó khăn trong việc cạnh tranh thị phần, cùng với đó thị trường Mỹ cũng yêu cầu các quy định về kho lạnh cũng như phí vận chuyển cao hơn các thị trường khác nên đây sẽ là một rủi ro đáng cân nhắc cho công ty.

Rủi ro khi đầu tư vào mảng mới

Trong vài năm trở lại đây, Nam Việt đã đầu tư vào những dự án khác nhau để giúp tăng doanh thu nếu doanh thu đến từ cá tra gặp biến động gồm dự án điện mặt trời và dự án collagen. Tuy nhiên, việc đầu tư vào những mảng mới này sẽ có những rủi ro như biến động từ thị trường, hay các chính sách không lường trước được. Vì vậy, đây cũng là một vấn đề cần được cân nhắc.

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Tổng tài sản	**4,887**	**5,468**	**6,429**	**6,406**	**8,775**
Tài sản ngắn hạn	2,917	3,212	3,897	3,784	5,810
Tiền và tương đương tiền	43	31	136	76	150
Đầu tư TC ngắn hạn	646	315	770	546	1,331
Các khoản phải thu	381	435	515	538	707
Hàng tồn kho	1,780	2,333	2,373	2,524	3,479
Tài sản dài hạn	1,971	2,256	2,532	2,622	2,964
Tài sản cố định	1,046	1,102	1,820	2,337	2,525
Chi phí xây dựng cơ bản	815	931	809	1,016	564
Tài sản dài hạn khác	76	100	116	138	148
Tổng nợ	**2,552**	**2,585**	**3,264**	**2,922**	**4,549**
Nợ ngắn hạn	2,337	2,420	3,029	2,716	4,234
Khoản phải trả	198	277	646	165	852
Vay và nợ thuê tài chính ngắn	1,838	1,769	2,003	2,158	2,829
Khác	301	374	381	392	552
Nợ dài hạn	215	166	235	207	315
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	210	153	220	191	295
Khác	5	13	15	16	21
Vốn chủ sở hữu	**2,336**	**2,882**	**3,165**	**3,484**	**4,225**
Vốn góp chủ sở hữu	1,275	1,275	1,275	1,275	1,275
Thặng dư vốn	21	21	21	21	21
Vốn khác	-28	-28	-28	-28	-28
Lợi nhuận giữ lại	1,066	1,613	1,896	2,215	2,956
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0	0
*Nợ vay	2,048	1,922	2,223	2,349	3,124
*Nợ ròng (tiền)	1,359	1,576	1,317	1,727	1,644

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu thuần	**3,494**	**4,897**	**4,811**	**4,968**	**7,003**
Tăng trưởng (%)	1.6	40.1	(1.7)	3.3	41.0
Giá vốn hàng bán	**(2,940)**	**(3,561)**	**(3,959)**	**(4,081)**	**(5,219)**
Lợi nhuận gộp	**554**	**1,336**	**852**	**887**	**1,784**
Biên lợi nhuận gộp (%)	15.9	27.3	17.7	17.8	25.5
Chi phí BH & QLDN	**(337)**	**(472)**	**(317)**	**(299)**	**(680)**
LN từ HĐKD	**216**	**863**	**535**	**587**	**1,104**
Tăng trưởng (%)	(11.2)	298.7	(38.1)	9.8	88.1
Biên LN từ HĐKD (%)	6.2	17.6	11.1	11.8	15.8
LN khác	**(64)**	**(89)**	**(60)**	**(71)**	**(101)**
Thu nhập tài chính	41	80	63	67	95
Chi phí tài chính	(115)	(188)	(152)	(165)	(228)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(103)	(105)	(118)	(124)	(165)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	10	19	29	28	32
LNTT	**152**	**774**	**474**	**517**	**1,003**
Thuế TNDN	(23)	(100)	(64)	(70)	(134)
LNST	**129**	**674**	**410**	**447**	**869**
Tăng trưởng (%)	(36.3)	421.0	(39.1)	8.8	94.6
Biên lợi nhuận ròng (%)	3.7	13.8	8.5	9.0	12.4
LNST cổ đông công ty mẹ	129	674	410	447	869
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0	0
LN trước thuế và lãi vay	**152**	**774**	**474**	**517**	**1,003**
Tăng trưởng (%)	(36.8)	408.9	(38.7)	8.9	94.3
Biên LN (%)	4.4	15.8	9.9	10.4	14.3
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	**275**	**895**	**605**	**649**	**1,153**
Tăng trưởng (%)	(16.8)	225.4	(32.3)	7.3	77.6
Biên LN (%)	7.9	18.3	12.6	13.1	16.5

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Tiền từ HĐKD	**272**	**293**	**785**	**(59)**	**639**
Lợi nhuận ròng	129	674	410	447	869
Khấu hao TSCĐ hữu hình	123	121	131	133	149
(Lãi) từ HĐ đầu tư		-	-	-	-
Thay đổi vốn lưu động	20	(502)	243	(638)	(380)
Thay đổi khác	-	-	-	-	-
Tiền từ HĐ đầu tư	**(414)**	**(28)**	**(853)**	**(1)**	**(1,212)**
Thay đổi tài sản cố định	(211)	(153)	(849)	(650)	(337)
Thay đổi tài sản đầu tư	(208)	243	(417)	223	(784)
Khác	5	(118)	413	425	(90)
Dòng tiền tự do	**(142)**	**265**	**(68)**	**(60)**	**(573)**
Tiền từ HĐ tài chính	**141**	**(275)**	**173**	**(1)**	**647**
Thay đổi vốn cổ phần	-	-	-	-	-
Tiền đi vay/(trả) nợ	207	(126)	301	127	774
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(66)	(149)	(128)	(128)	(128)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	**(1)**	**(10)**	**105**	**(60)**	**74**
Tổng tiền đầu năm	44	43	31	136	76
Thay đổi trong tỷ giá	-	-	-	-	-
Tổng tiền cuối năm	43	33	136	76	150

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

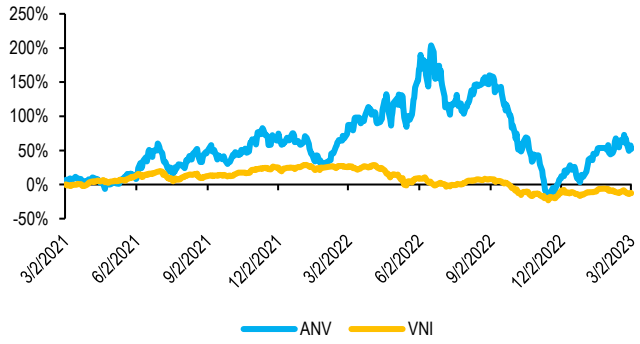
Chỉ số tài chính

Năm	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (đồng)	1,013	5,300	3,217	3,501	6,814
BPS (đồng)	18,313	22,598	24,816	27,316	33,131
DPS (đồng)	519	1,169	1,000	1,000	1,000
PER (x)	32.9	4.3	10.6	9.7	5.0
PBR (x)	1.8	1.0	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA (x)	14.4	12.0	12.4	11.6	6.5
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	51.2	22.1	31.1	28.6	14.7
Lãi cổ tức (%)	1.6	5.2	2.9	2.9	2.9
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	7.9	18.3	12.6	13.1	16.5
Biên LN từ HĐKD (%)	6.2	17.6	11.1	11.8	15.8
Biên LNST (%)	3.7	13.8	8.5	9.0	12.4
ROA (%)	2.7	13.0	6.9	7.0	11.5
ROE (%)	5.5	25.8	13.6	13.4	22.5
Khả năng tài chính					
Nợ vay /Vốn chủ sở hữu (%)	87.7	66.7	70.2	67.4	73.9
Nợ vay ròng/ EBITDA (%)	494.2	176.2	217.5	266.1	142.6
Tỷ sốt thanh toán tiền mặ t(%)	29.5	14.3	29.9	22.9	35.0
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	1.5	7.4	4.0	4.2	6.1
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	65	51	47	101	33
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	228	211	217	219	210
Số ngày khoản phải thu (ngày)	42	30	36	39	32

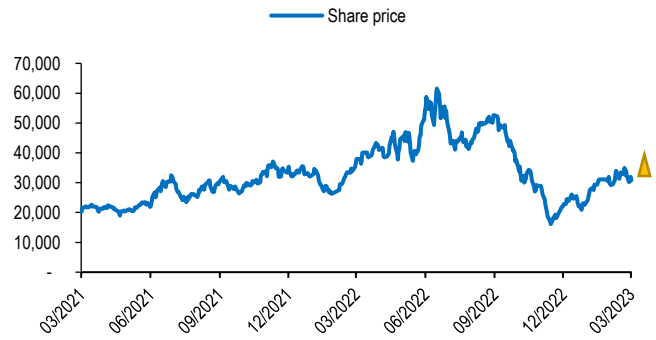
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Công ty cổ phần Nam Việt (ANV VN)

Giá cổ phiếu



Giá mục tiêu



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%)	
			TB	Max/Min
09/03/2023 (BC lần đầu)	GIỮ	34,000	14.81	87.35/-52.65

Lưu ý: Tính toán chênh lệnh giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu	Ngành
◆ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên ◆ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15% ◆ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%	◆ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA ◆ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ ◆ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Diem Ngo

Important Disclosures & Disclaimers

- As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: Nam Viet Corporation
- Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL
Shinhan Investment Corp.
Shinhan Investment Tower
23-2, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK
Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Hong Kong
Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Indonesia
PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599

Shanghai
Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

Ho Chi Minh
Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
22nd Floor, Centec Tower, 72-74 Nguyen Thi Minh Khai Street,
District 3, Ho Chi Minh City, Vietnam
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Ha Noi
Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000