

## CTCP Nam Việt (HOSE: ANV)

### Tự chủ sản xuất và thị trường đa dạng tạo đà tăng trưởng

Nam Việt (ANV) là nhà chế biến và xuất khẩu cá tra từ năm 2000. Hoạt động kinh doanh cốt lõi của ANV tăng trưởng tích cực và công ty đã từng là doanh nghiệp đầu ngành thủy sản trong giai đoạn 2006-2009. Từ năm 2009, công ty mở rộng hoạt động kinh doanh sang lĩnh vực ngân hàng, phân bón và khoáng sản nhưng không hiệu quả. Sau hai năm 2016-2017 mạnh tay loại bỏ các khoản đầu tư ngoài ngành, lợi nhuận của ANV đã khởi sắc trở lại.

Trên quy mô ngành, bài toán nâng chất lượng giống để ổn định đầu vào cho chế biến lâu nay vẫn là thách thức tìm lời giải. Do vậy, ANV được xem là điểm sáng khi là một trong số ít doanh nghiệp trong ngành có chiến lược đầu tư bài bản cho con giống, hướng đến cả hai mục tiêu: hiệu quả sản xuất và chất lượng sản phẩm.

Bên cạnh các rào cản thuế quan và kỹ thuật ngày càng siết chặt của các thị trường, các biến động địa chính trị phức tạp đang tác động không ít đến sức cầu của một số thị trường. Một cấu trúc thị trường đa dạng sẽ hạn chế được ảnh hưởng của các yếu tố này. Đây chính là điểm chúng tôi ưa thích ở ANV, khi công ty không quá phụ thuộc vào một thị trường đơn lẻ nào.

Sử dụng phương pháp định giá FCFF và P/E, chúng tôi ước tính giá trị ANV vào khoảng **35.400 đồng/cp**. Cộng thêm cổ tức tiền mặt 2.000 đồng/ cổ phiếu đã được phê duyệt trong ĐHCĐ 2019, mức lợi nhuận tiềm năng là 35% dựa trên giá đóng cửa ngày 14/10/2019 và khuyến nghị **MUA** đối với ANV.

- Tự chủ hoàn toàn nguyên liệu giảm giá thành sản xuất
- Công suất nhà máy dôi dào giảm chi phí đầu tư cho chế biến
- Thị trường đa dạng hạn chế ảnh hưởng của rủi ro chính trị và rào cản thị trường

### Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12 (Tỷ đồng)	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020F
Doanh thu thuần	2.949	4.118	4.588	5.205
% tăng trưởng	4,0	40,0	11,4	13,4
LNST của Cty mẹ	142	600	663	766
% tăng trưởng	972,0	321,4	10,5	15,6
Tỷ suất LNST (%)	4,8	14,6	14,4	14,7
ROA (%)	5,3	17,5	16,8	16,3
ROE (%)	10,2	32,5	28,6	27,1
EPS (VND)	1.136	4.787	5.211	6.024
Giá trị sổ sách (VND)	11.214	14.825	18.246	22.269
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.200	1.200	1.500	2.000
P/E (x)	9,7	6,0	5,0	4,3
P/BV (x)	1,0	1,9	1,4	1,2

Nguồn: ANV, CTCK Rồng Việt

## MUA +35%

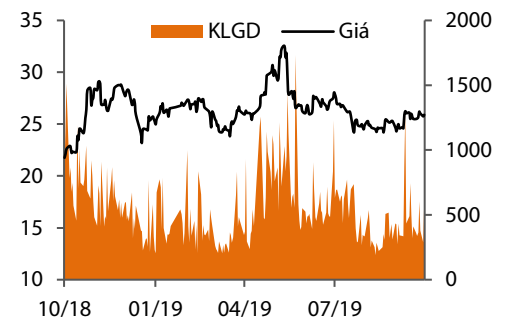
Giá thị trường (VND)	26.200
Giá mục tiêu (VND)	35.400
Cổ tức tiền mặt (VND)*	2.000

\* Dự kiến trong 12 tháng tới

### Thông tin cổ phiếu

Ngành	F&B
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.280
SLCPLH (triệu cp)	127,1
Beta	0,8
Free Float (%)	22,3
Giá cao nhất 52 tuần	32.527
Giá thấp nhất 52 tuần	14.663
KLGD bình quân 20 phiên	643.019

### Diễn biến giá



### Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
ANV	-6,8	51,5	1001,8
Nông thủy sản	-0,3	51,8	71,6
VN Index	1,6	1,3	48,4

### Cổ đông lớn (%)

Doãn Tới	44,8
Doãn Chí Thanh	13,5
Doãn Chí Thiên	13,5
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại	48,7

### Phạm Thị Tố Tâm

(084) 028 - 6299 2006 – Ext 1530

[tam.ptt@vdsc.com.vn](mailto:tam.ptt@vdsc.com.vn)

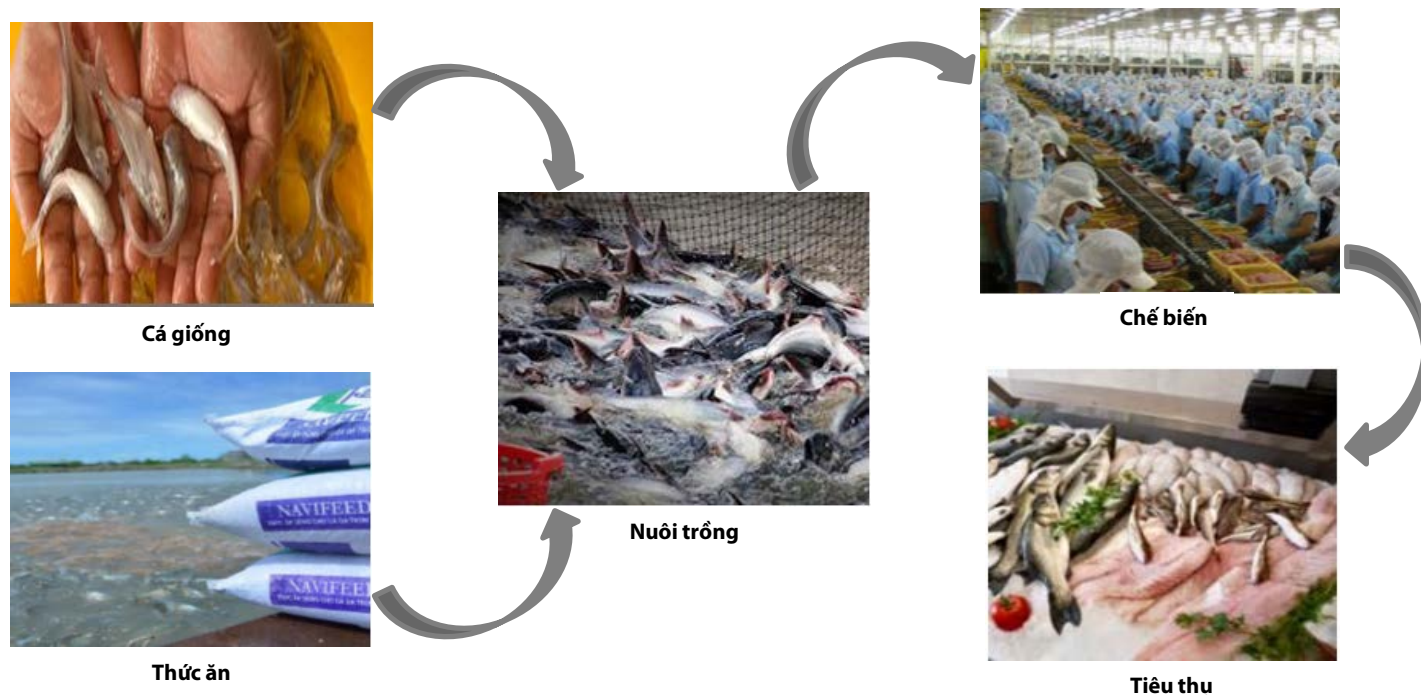
## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### Khả năng tự chủ hoàn toàn nguyên liệu giúp giảm giá thành sản xuất

Ngành cá tra đã trải qua nhiều thời kỳ thiếu hụt nguyên liệu. Giá cá nguyên liệu đã lập đỉnh trong năm 2018 khi có lúc lên đến 36.000 đồng/kg, cao hơn gần 50% so với mức giá 26.000-27.000 đồng/kg của các thời kỳ nguồn cung ổn định. Chi phí sản xuất của các nhà máy chế biến do đó cũng bất ổn theo.

Sau nhiều năm đầu tư, ANV đã hình thành được một **chuỗi liên kết dọc khép kín**, đảm bảo **ổn định nguồn nguyên liệu cả về giá cả và chất lượng**:

Hình 1: Chuỗi giá trị cá tra



Nguồn: ANV

**Con giống:** Chất lượng giống là yếu tố quan trọng nhất trong nuôi trồng, quyết định tỷ lệ sống, thời gian nuôi, chi phí thức ăn và thuốc cũng như tỷ lệ thu hồi phi lê. Hậu quả của nhiều năm khai thác mà không bảo tồn nguồn gen cá tra là tình trạng chất lượng nuôi trồng suy giảm nghiêm trọng trên quy mô toàn ngành. Tỷ lệ cá chết trong các giai đoạn nuôi rất cao, chi phí nuôi cao và rủi ro tồn dư kháng sinh, hóa chất trong sản phẩm phi lê khi phải dùng nhiều thuốc phòng và trị bệnh cho cá.

Tại thời điểm cuối năm 2018, ANV tự sản xuất được 30% con giống cho nuôi trồng và dự kiến đạt 100% vào cuối năm 2020 nhờ công nghệ nhận chuyển giao từ Israel trong dự án vùng nuôi Bình Phú (xem phần dưới). Chất lượng con giống tốt sẽ giúp ANV tiết giảm chi phí nuôi. Nhờ ít sử dụng kháng sinh, rủi ro dư thừa kháng sinh trong thành phẩm cũng được giảm thiểu.

Tự cung cấp con giống cũng đồng nghĩa với việc ANV đang dần loại bỏ được rủi ro biến động giá giống ảnh hưởng giá cá nguyên liệu. Theo tính toán của chúng tôi, với định mức sản xuất trung bình 3 con giống/ 1 kg cá nguyên liệu hiện nay của ngành, trong những thời kỳ giá giống tăng kỷ lục như năm 2018 (2.200-2.300 đồng/con so với 600-700 đồng/con lúc ổn định), chi phí nuôi tăng thêm khoảng 25%.

**Hình 2: Các giai đoạn nuôi cá tra thương phẩm**



Nguồn: ANV

**Bảng 1: Kỹ thuật sản xuất giống của ANV**

Tỷ lệ sống	ANV	Ngành
Giai đoạn cá bột – cá hương	5-15%	6-10%
Giai đoạn cá hương – cá giống	70-80%	30-50%
Giai đoạn cá giống – cá thương phẩm	75-85%	69-80%

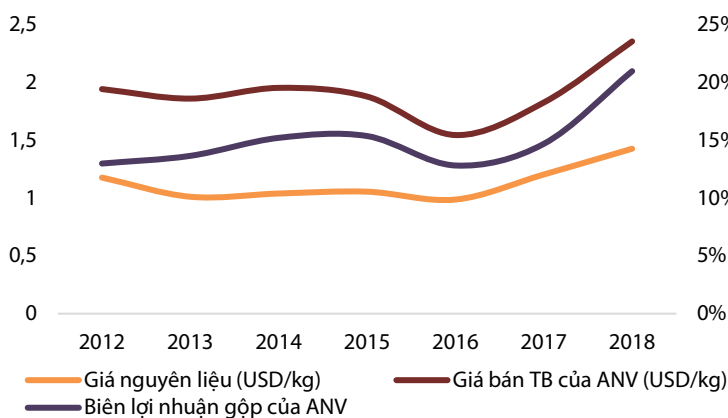
Mục tiêu tỷ lệ tự chủ cá giống của ANV	2018	2019	2020
	30%	70%	100%

Nguồn: ANV, Đại học Cần Thơ (2017)

**Thức ăn chăn nuôi (TACN):** chi phí thức ăn chiếm đến 70-75% giá thành cá nguyên liệu. Nhà máy thức ăn thủy sản Navifeed của ANV công suất 800.000 tấn thành phẩm/năm hiện đang vận hành ở mức gần 50% công suất, có thể đáp ứng toàn bộ nhu cầu thức ăn cho vùng nuôi của công ty và phần dư (tùy thời điểm) được bán ra thị trường. TACN tự sản xuất giúp đảm bảo được chất lượng và dinh dưỡng phù hợp nhất cho cá ở từng giai đoạn phát triển khác nhau, tránh được tình trạng gian lận độ đậm (làm hao tốn nhiều thức ăn trong khi cá chậm lớn) của thức ăn mua ngoài khá phổ biến hiện nay.

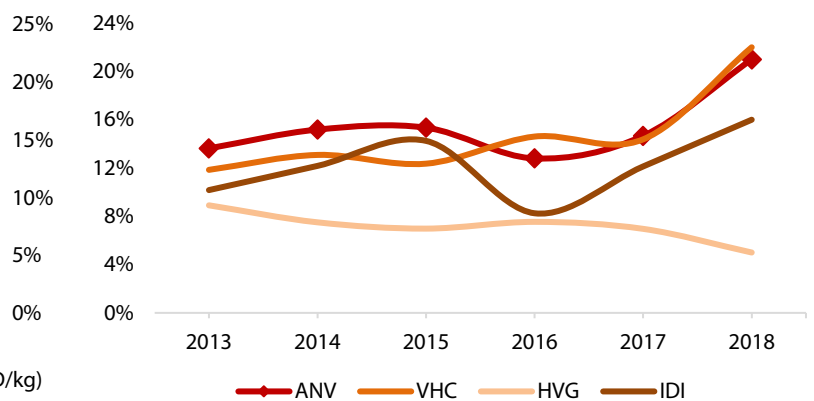
**Vùng nuôi:** bắt đầu nuôi cá từ năm 2011, ANV đến nay đã có diện tích tổng cộng 330 hecta (250 hecta công ty sở hữu, 80 hecta đất thuê) có khả năng cung cấp 120.000 tấn cá nguyên liệu/năm, đáp ứng hoàn toàn nhu cầu cá nguyên liệu cho các nhà máy chế biến của công ty. Một số vùng nuôi đạt các chứng nhận về nguyên liệu sạch, được nuôi trồng bền vững và có khả năng truy xuất nguồn gốc như BAP và ASC, đáp ứng tiêu chuẩn xuất khẩu vào các thị trường khó tính.

**Hình 3: Giá cá nguyên liệu trên thị trường, giá bán trung bình và biên lợi nhuận gộp của ANV**



Nguồn: ANV, CTCK Rồng Việt

**Hình 4: Biên lợi nhuận gộp ANV so với các công ty trong ngành**



Nguồn: BCTC các công ty, CTCK Rồng Việt

Mặc dù giá bán thường biến động do các thay đổi trong nhu cầu cá tra tại các thị trường, **khả năng kiểm soát chi phí nhờ tự chủ nguyên liệu đã giúp công ty duy trì được biên lãi gộp ổn định và ở mức cao trong ngành.** Từ năm 2012 khi công ty tự chủ được 70% cá nguyên liệu, biên lợi nhuận gộp tăng dần và ổn định trong khoảng 13-15%, xấp xỉ biên lợi nhuận gộp của công ty đầu ngành VHC. Giai đoạn nhu cầu

tăng tốt và ngành cá tra thiếu nguyên liệu kéo theo giá xuất khẩu tăng vọt năm 2018, ANV đã hưởng lợi lớn khi biên lãi gộp tăng mạnh lên đến 21%. Điều này cho thấy chuỗi sản xuất khép kín của ANV là một lợi thế cạnh tranh khá bền vững.

**Dự án vùng nuôi Bình Phú nhân đôi năng lực cung cấp cá tự nuôi từ năm 2021.** Đầu năm 2019, ANV đã khởi công dự án nuôi cá tra ứng dụng công nghệ cao tại Bình Phú (An Giang). Công ty đã thành lập Công ty TNHH Nuôi trồng thủy sản Nam Việt Bình Phú (ANV sở hữu 100% vốn điều lệ) để quản lý dự án này. Diện tích 600 ha của dự án được chia thành hai khu vực:

- 150 hecta sản xuất giống chất lượng cao theo kỹ thuật của Israel cho mục tiêu tự chủ 100% con giống vào năm 2020 (năm 2018 tự chủ 30%).
- 450 hecta nuôi cá thương phẩm theo công nghệ Nhật với công suất hàng năm 160.000 tấn cá nguyên liệu. Cá được thả nuôi “cuốn chiếu” liên tục đảm bảo đủ sản lượng cho chế biến mà kích cỡ phù hợp với thị hiếu từng thị trường. Theo Công ty, chi phí nuôi cá của Bình Phú thấp hơn 16-17% so với các vùng nuôi hiện hữu. Khi toàn bộ vùng nuôi mới đi vào vận hành vào quý 2/2021, Công ty sẽ trả lại 80 hecta đất thuê, theo đó tổng sản lượng cá nguyên liệu dự kiến sẽ đạt 250.000 tấn/năm, tăng 108% so với năm 2019.

Chất lượng cá nguyên liệu của vùng nuôi Bình Phú cũng cao hơn các vùng nuôi khác nhờ chất đất sét tại khu vực này giúp dễ vệ sinh ao cá, địa thế thượng nguồn sông Hậu khó bị xâm nhập mặn và công nghệ sục khí nano và chất xúc tác bakture giúp bảo vệ môi trường nhờ không xả thải nước ao. Công nghệ cao tự động hóa sẽ được áp dụng trong quản lý vận hành tại các khâu bơm nước, cho ăn, thu hoạch, vận chuyển... giúp giảm chi phí quản lý 6-8%, theo tính toán của Công ty.

Thông thường, các doanh nghiệp muốn phân phối trực tiếp vào các hệ thống siêu thị phải có khả năng cung cấp sản phẩm với khối lượng lớn, đạt các tiêu chuẩn kỹ thuật tối thiểu và có thương hiệu quen thuộc với người tiêu dùng. Với vùng nuôi Bình Phú, có thể thấy ANV đang nỗ lực xây dựng năng lực phân phối trực tiếp nhằm gia tăng biên lợi nhuận, đặc biệt là tại thị trường Trung Quốc nơi Công ty đang đẩy mạnh quảng bá thương hiệu.

Ngoài ra, vùng nuôi Bình Phú sẽ được hưởng ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp do nuôi trồng thủy sản ứng dụng công nghệ cao, với thuế suất 0% trong 3 năm đầu, 5% trong 9 năm tiếp theo và 10% trong các năm sau đó.

### **Công suất nhà máy dôi dào giúp giảm chi phí đầu tư**

Công ty có 4 nhà máy chế biến phi-lê cá tra với tổng công suất 1.200 tấn nguyên liệu/ngày. Các nhà máy được đầu tư trong giai đoạn 2000 – 2004 nhằm đáp ứng nhu cầu lớn của thị trường Nga và châu Âu (chiếm 75% doanh số năm 2007). Từ năm 2008, Nga ngừng nhập khẩu cá tra cùng với nhu cầu yếu tại châu Âu do khủng hoảng tài chính toàn cầu khiến các nhà máy phải giảm công suất. Trong khi đó, các thị trường mới lại yêu cầu sản phẩm được chế biến cầu kỳ hơn (phi-lê, lạng da, bô thịt đỏ, vanh dè...) so với thị trường Nga (chỉ cần phi-lê và lạng da) cũng là một yếu tố làm giảm lượng nguyên liệu có thể chế biến trong ngày.

**Bảng 2: Công suất các nhà máy của ANV**

Nhà máy (tấn nguyên liệu/ ngày)	Công suất thiết kế	Công suất vận hành
<b>Ấn Độ Dương</b>	450	350
<b>Nam Việt</b>	120	120
<b>Thái Bình Dương</b>	80	30
<b>Đại Tây Dương</b>	450	Đang cho thuê
<b>Tổng cộng</b>	1.200	500

Nguồn: ANV, CTCK Rồng Việt

Các nhà máy đang vận hành ở mức 500 tấn/ngày, tương đương 45% công suất thiết kế. Với kế hoạch sản xuất như trên, dễ thấy rằng ANV sẽ không cần phải đầu tư cho nhà xưởng trong ít nhất 3 năm tới khi sản lượng nguyên liệu tăng gấp đôi.

Quy trình sản xuất đạt các tiêu chuẩn toàn cầu về trình độ chế biến như Global GAP, BRC, HACCP, GMP, IFS, HALAL, ISO 22000 và các mã DL 152, DL 384, DL 18, DL 408 (mã số các nhà máy đạt tiêu chuẩn xuất khẩu vào châu Âu) giúp ANV kiểm soát các mối nguy từ nguyên liệu đầu vào, chế biến đến lưu kho thành phẩm.

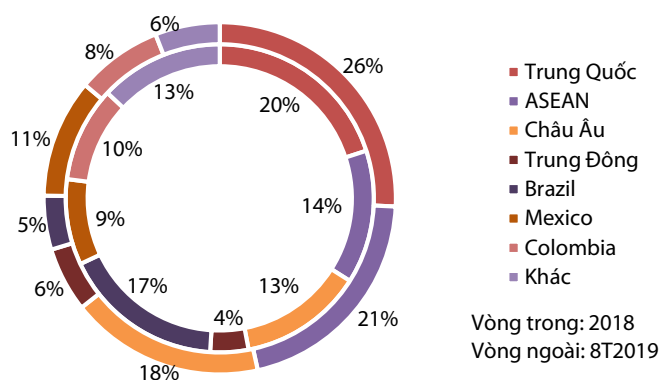
**Thị trường đa dạng hạn chế ảnh hưởng tiêu cực của các rào cản xuất khẩu và các rủi ro chính trị**

Lịch sử ngành xuất khẩu cá tra đã trải qua nhiều cú sốc lớn do các biến động kinh tế và rào cản thuế quan và kỹ thuật. Điển hình là sự sụt giảm xuất khẩu khi bị Mỹ áp thuế chống bán phá giá lần đầu tiên vào năm 2003, Nga tạm ngưng nhập khẩu năm 2008 do phát hiện dư lượng kháng sinh, châu Âu giảm tiêu thụ do kinh tế suy giảm dưới tác động của khủng hoảng nợ công năm 2012 hay sức mua toàn cầu sụt giảm do đồng tiền nhiều nước mất giá năm 2015. Vì vậy, đa dạng hóa thị trường là vấn đề tối quan trọng của các doanh nghiệp thủy sản.

Nam Việt đã xuất khẩu được đến hơn 70 thị trường, trải khắp trên nhiều châu lục và không quá tập trung vào một thị trường đơn lẻ nào. Các thị trường chính tại châu Mỹ là Mexico, Brazil và Colombia, tại châu Á là Thái Lan, Trung Quốc và Malaysia, trong khi tại châu Âu là Ý và Hà Lan. Trong bối cảnh bất ổn địa chính trị ngày càng gia tăng ảnh hưởng bất lợi đến tiêu thụ cá tra tại một số thị trường lớn, danh mục thị trường đa dạng sẽ là lá chắn cho ANV trước rủi ro giảm sút doanh số. 9 tháng đầu năm 2019, kim ngạch xuất khẩu và lợi nhuận của ANV vẫn tăng trưởng lần lượt 14% YoY và 71% YoY, mặc cho kim ngạch toàn ngành giảm 8% YoY.

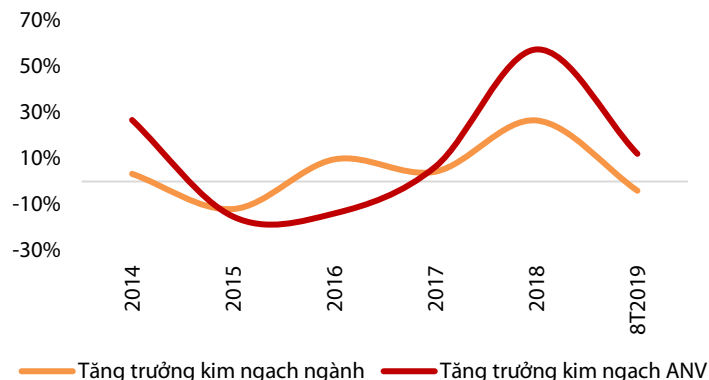
Mỹ là thị trường có sức cầu lớn, ổn định, nhiều rào cản thương mại và tiêu chuẩn kỹ thuật khắt khe nhất. Do đó, doanh nghiệp xuất khẩu vào thị trường này được hưởng giá bán cao hơn so với các thị trường khác và được đánh giá cao về trình độ nuôi và chế biến. Khó khăn lớn nhất đối với các doanh nghiệp nằm ở rào cản thuế CBPG. Nhờ giá vốn thấp do tự chủ hoàn toàn đầu vào cho chế biến, ANV đặt kế hoạch trở lại thị trường Mỹ (Công ty ngưng xuất khẩu vào Mỹ từ năm 2014 do thuế CBPG cao) từ năm 2021 nếu được hưởng mức thuế CBPG thấp. Tuy nhiên, mức thuế CBPG hàng năm là không lường trước được, do phương pháp tính toán, ngoài những yếu tố mà các doanh nghiệp Việt Nam có khả năng chi phối, còn căn cứ trên nhiều yếu tố khác với chủ trương bảo hộ tối đa ngành sản xuất nội địa của Mỹ.

**Hình 5: Cơ cấu doanh thu theo thị trường của ANV**



Nguồn: ANV, CTCK Rồng Việt

**Hình 6: Tăng trưởng xuất khẩu của ANV so với ngành**



Nguồn: VASEP, CTCK Rồng Việt



### Trung Quốc là thị trường chiến lược từ năm 2018

Từ tháng 5/2018, ANV bắt đầu phân phối các sản phẩm cá tra cao cấp (không mạ băng, không tăng trọng) có giá bán cao hơn hàng đông lạnh thông thường vào Trung Quốc thông qua đối tác độc quyền Shanghai Feinglei International Trading, với thương hiệu ANV trên bao bì sản phẩm. Hợp đồng đại lý có thời hạn 10 năm. Chuỗi phân phối đi từ Shanghai Feinglei đến các nhà bán sỉ trước khi vào các nhà hàng lẩu và các bếp ăn tập thể tại Thượng Hải. Đối tác cũng sẽ đảm nhiệm vai trò nghiên cứu, dự báo thị trường và giới thiệu sản phẩm.

Công ty kỳ vọng bước đi mới này cùng với vùng nuôi Bình Phú sẽ đóng góp quan trọng vào mục tiêu gia tăng doanh số và lợi nhuận cũng như quảng bá thương hiệu cá tra Nam Việt đến người tiêu dùng Trung Quốc. Trung Quốc-Hongkong chiếm 26% doanh số 8 tháng đầu năm 2019 của ANV, so với mức 20% năm 2018. Nhu cầu tăng tốt là nhờ (1) chính phủ Trung Quốc siết chặt nhập khẩu tiểu ngạch qua đường biên giới Trung Quốc – Việt Nam và cấm hẳn nhập khẩu tiểu ngạch từ cuối tháng 7/2019, (2) dịch tả lợn châu Phi làm thiếu hụt nguồn cung thịt lợn tại Trung Quốc và người dân có xu hướng tìm đến thủy sản như một loại thực phẩm thay thế và (3) thuế VAT thủy sản nhập khẩu giảm từ 10% xuống 9% từ 1/4/2019.

### Rủi ro

**Căng thẳng thương mại Mỹ-Trung leo thang.** Cuộc chiến thương mại Mỹ-Trung đã và đang gây nhiều ảnh hưởng tiêu cực lên nền kinh tế Trung Quốc. Đồng nhân dân tệ giảm giá sẽ làm hàng hóa nhập khẩu đắt hơn tương đối trong khi thu nhập người dân giảm có thể sẽ làm giảm nhu cầu đối với cá tra nhập khẩu.

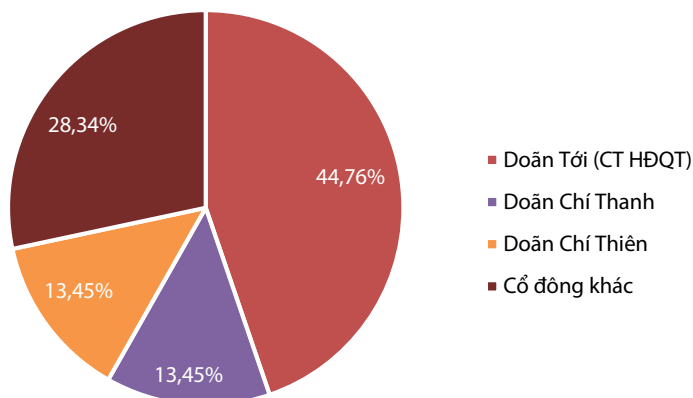
**Rào cản thương mại, kỹ thuật và truyền thông sai lệch tại các nước nhập khẩu.** Ngành cá tra Việt Nam vẫn chưa xây dựng được một chiến lược quảng bá bài bản cho hình ảnh sản phẩm trên toàn cầu. Các rào cản thuế quan và kỹ thuật tại các thị trường cũng ngày càng nâng cao và phức tạp hơn. Do ANV có cơ cấu thị trường không quá tập trung vào một thị trường đơn lẻ, chúng tôi cho rằng Công ty sẽ ít chịu tác động của các rủi ro này so với phần lớn các công ty trong ngành.

## TỔNG QUAN CÔNG TY

Khởi đầu là một công ty xây dựng dân dụng và công nghiệp từ năm 1993, Nam Việt đã chuyển hướng kinh doanh vào lĩnh vực chế biến và xuất khẩu cá tra từ năm 2000. Hoạt động kinh doanh cốt lõi của ANV tăng trưởng tích cực và công ty đã từng là doanh nghiệp đầu ngành thủy sản trong giai đoạn 2006-2009. Nam Việt bắt đầu mở rộng hoạt động kinh doanh sang lĩnh vực ngân hàng và khoáng sản từ năm 2009 nhưng không hiệu quả. Từ năm 2016, công ty đã mạnh tay loại bỏ các khoản đầu tư ngoài ngành, tạo điều kiện cho lợi nhuận khởi sắc trở lại.

Cơ cấu cổ đông cô đặc khi gia đình chủ tịch Doãn Tới (Doãn Tới, Doãn Chí Thanh và Doãn Chí Thiên) sở hữu đến gần 72% công ty. Chủ tịch HĐQT kiêm Tổng giám đốc có hơn 20 năm kinh nghiệm nuôi, chế biến và xuất khẩu cá tra. Tất cả các thành viên Ban Giám đốc đều là thành viên HĐQT và gắn bó với ANV từ ngày thành lập đến nay. Do các thành viên trong một gia đình cùng sở hữu phần lớn và kiêm nhiệm điều hành công ty, vấn đề phân biện các quyết định quản trị có thể bị giới hạn.

**Hình 7: Cơ cấu cổ đông ANV**



Nguồn: ANV

## Cơ cấu sản phẩm

**Hình 8: Các sản phẩm chính của ANV**

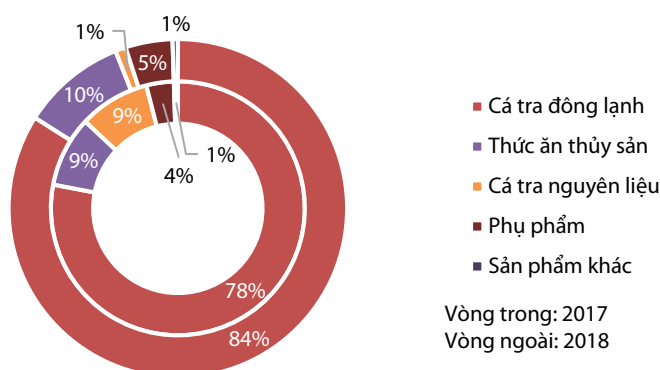


Nguồn: ANV

Sản phẩm chính là nhóm cá tra (84% doanh thu) với đa dạng hình thức chế biến gồm phi-lê, cắt khúc, nguyên con. Bên cạnh đó, công ty còn sản xuất bao bì và thức ăn cá tra phục vụ cho hoạt động nuôi trồng. Phụ phẩm của quá trình chế biến như da và xương được chế biến thành bột cá và mỡ cá, bán cho các nhà máy thức ăn gia súc. Thức ăn cá tra và cá nguyên liệu dư thừa (tùy thời điểm) sẽ được bán ra ngoài cho các hộ nuôi cá và các nhà máy chế biến khác.

Nhằm nâng cao lợi thế cạnh tranh và sức sinh lời, ANV đã đầu tư sản xuất thử nghiệm một số sản phẩm giá trị gia tăng là collagen và surimi. Theo Công ty, các sản phẩm này có biên lợi nhuận gộp rất cao từ 30-50% do tận dụng phụ phẩm của quá trình phi-lê cá. Vì collagen chủ yếu được sử dụng để sản xuất dược mỹ phẩm và thực phẩm chức năng, chúng tôi cho rằng quá trình tìm kiếm khách hàng của ANV sẽ phải mất nhiều năm cho khâu chứng nhận chất lượng nghiêm ngặt và dùng thử của khách hàng là các công ty dược phẩm, mỹ phẩm.

**Hình 9: Cơ cấu doanh thu**

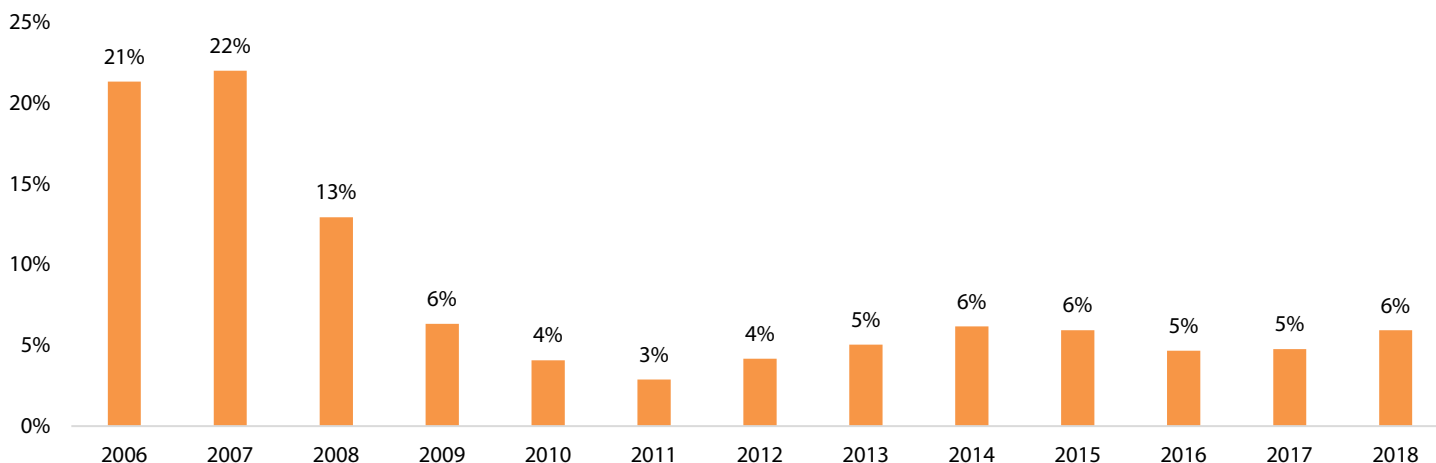


Nguồn: ANV, CTCK Rồng Việt

**Vị thế doanh nghiệp trong ngành**

Năm 2018, ANV xếp thứ 3 toàn ngành về kim ngạch xuất khẩu. Do các rào cản gia nhập ngành rất thấp, cạnh tranh gay gắt làm cho vị thế nhiều công ty trong ngành liên tục thay đổi. Sau khi dẫn đầu ngành trong giai đoạn 2006-2009, từ 2010 đến nay (trừ năm 2012), ANV vẫn duy trì được vị trí trong nhóm 5 công ty có doanh số xuất khẩu lớn nhất ngành.

**Hình 10: Thị phần của ANV trong tổng kim ngạch xuất khẩu cá tra Việt Nam**



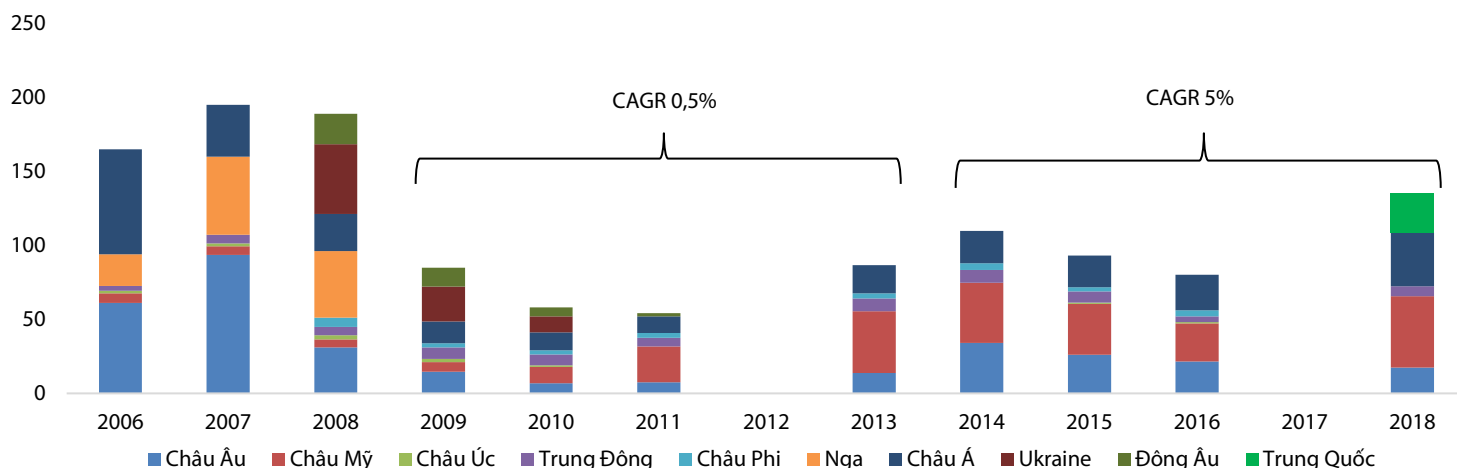
Nguồn: VASEP, CTCK Rồng Việt



**PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH**

**Doanh thu**

**Hình 11: Giá trị xuất khẩu cá tra (triệu USD) và cơ cấu thị trường của ANV**



Không có dữ liệu của năm 2012 và 2017

Nguồn: ANV, CTCK Rồng Việt

Doanh thu xuất khẩu của ANV biến động dưới ảnh hưởng của các rào cản thuế quan và kỹ thuật cũng như diễn biến kinh tế, chính trị của các thị trường. Trong ngành thủy sản, điều này là không thể tránh khỏi.

Sau giai đoạn thịnh đạt nhờ nhu cầu lớn tại Nga, Ukraine, các nước Đông Âu và khối EU (chiếm 76% giá trị xuất khẩu năm 2008), tình hình kinh doanh rơi vào khó khăn từ năm 2009 do (1) Nga ngưng nhập khẩu cá tra do phát hiện dư lượng kháng sinh và (2) khủng hoảng tài chính toàn cầu làm sức mua suy yếu. Cơ cấu thị trường biến động liên tục đến năm 2013. Tăng trưởng giai đoạn 2009-2013 khá thấp với CAGR chỉ 0,5%.

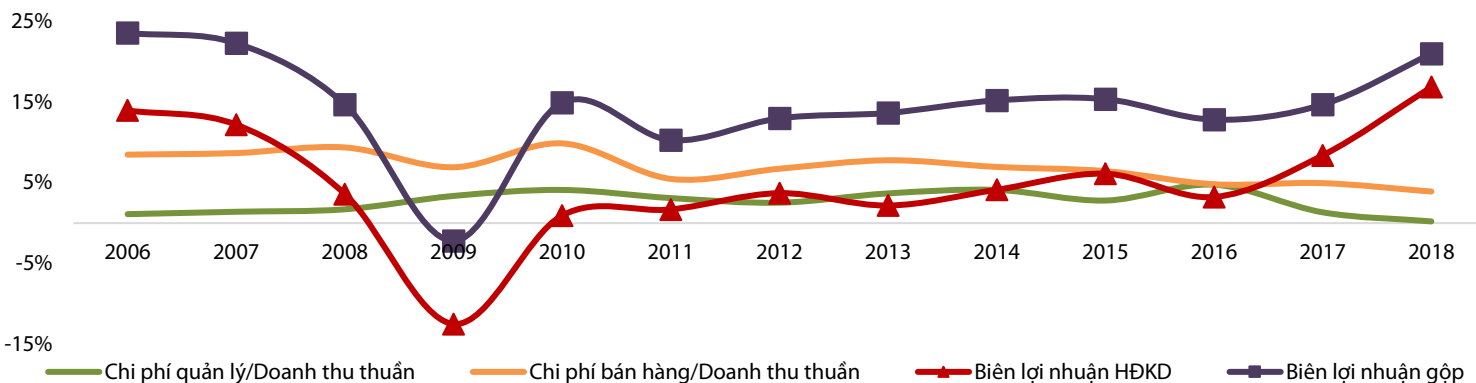
Từ năm 2014 đến nay, cơ cấu thị trường dần ổn định với ASEAN và châu Mỹ là các thị trường chính. Doanh số tăng trưởng tốt 5%/năm, xấp xỉ mức 6%/năm của ngành. Từ năm 2018, quan hệ đối tác với Shanghai Fenglei đã giúp Trung Quốc trở thành động lực tăng trưởng mới (20% doanh số năm 2018 và 26% trong 8 tháng đầu năm 2019) chủ yếu nhờ đẩy mạnh khối lượng tiêu thụ, nhờ nhu cầu cao tại Trung Quốc. Các thị trường này không yêu cầu cao về tiêu chuẩn nhập khẩu, đồng nghĩa giá bán khó đạt cao.

Trong khi đó, Mỹ là thị trường lớn (chiếm 20-24% kim ngạch toàn ngành), lâu đời và cao cấp với yêu cầu khắt khe không chỉ về chất lượng mà còn về trách nhiệm nuôi trồng bền vững. Vì vậy mà thị trường này có giá bán cao và sức cầu ổn định hơn các thị trường còn lại. Đây là lý do giải thích cho ý định trở lại thị trường Mỹ của ANV. Đối với thị trường này, thuế CBPG là rào cản khó vượt qua nhất. Do sản phẩm của ANV không khác biệt nhiều so với phần lớn sản phẩm cá da trơn bán tại Mỹ, chúng tôi cho rằng xuất khẩu hàng năm vào Mỹ của Công ty sẽ chịu tác động của các thay đổi trong thuế CBPG. Nếu thuế CBPG không quá cao, ANV có nhiều tiềm năng gia tăng biên lợi nhuận gộp nhờ chi phí nuôi trồng thấp và ổn định.

**Lợi nhuận**

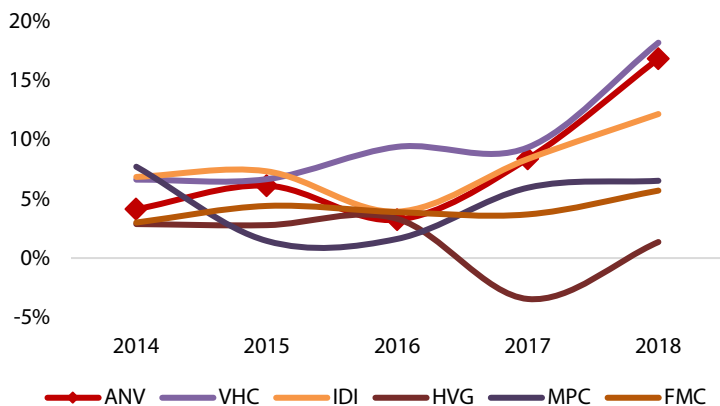
Hiệu quả quản lý tốt khi tỷ trọng các chi phí trên doanh thu đều giảm dần theo thời gian. Trong khi biên lợi nhuận gộp duy trì quanh mức 13-15% từ 2013 đến 2017, chi phí hoạt động được quản lý chặt chẽ đã hỗ trợ biên lợi nhuận hoạt động kinh doanh mở rộng từ 2% lên 8% trong cùng khoảng thời gian.

**Hình 12: Chi phí bán hàng, chi phí quản lý và biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận HĐKD**



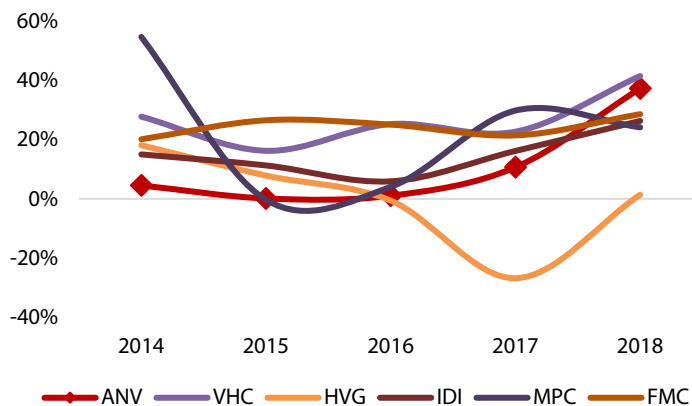
Nguồn: ANV, CTCK Rồng Việt

**Hình 13: Biên lợi nhuận HĐKD một số doanh nghiệp thủy sản**



Nguồn: BCTC các công ty, CTCK Rồng Việt

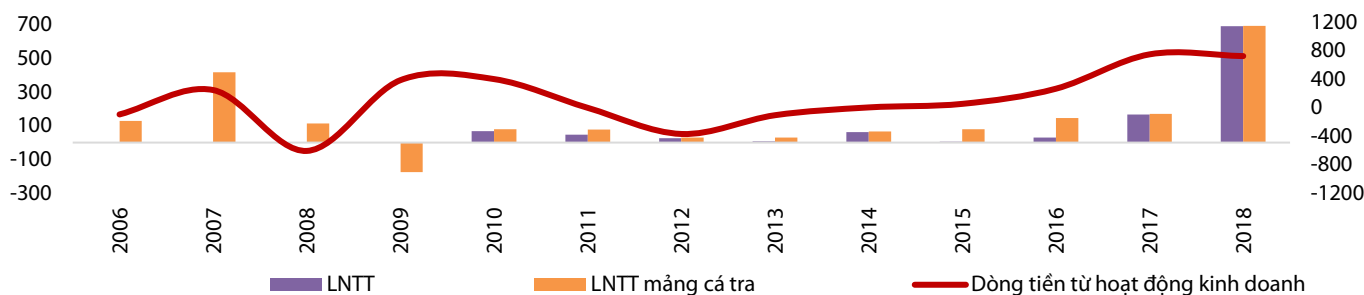
**Hình 14: ROE một số doanh nghiệp thủy sản**



Nguồn: BCTC các công ty, CTCK Rồng Việt

Giai đoạn 2011-2016: Lãi vay và trích lập dự phòng của các dự án đầu tư ngoài ngành không hiệu quả làm tăng gánh nặng chi phí tài chính và chi phí quản lý. Sau hai năm 2016-2017 nỗ lực thoái vốn đầu tư ngoài ngành, các chi phí cũng giảm theo. Kết hợp với giá xuất khẩu tăng vọt dưới ảnh hưởng của các điều kiện khách quan trong năm 2018, biên lợi nhuận hoạt động kinh doanh tăng lên mức 17%, cao nhất trong lịch sử Công ty kể từ khi niêm yết và thuộc nhóm công ty hiệu quả nhất ngành. Nhờ không còn gánh nặng các khoản lỗ từ đầu tư ngoài ngành, lợi nhuận và dòng tiền đã phục hồi mạnh mẽ từ năm 2017. ROE theo đó cũng phục hồi sau một thời gian dài ở mức thấp.

**Hình 15: LNTT, LNTT mảng cá tra (cột trái) và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (cột phải) (tỷ đồng)**



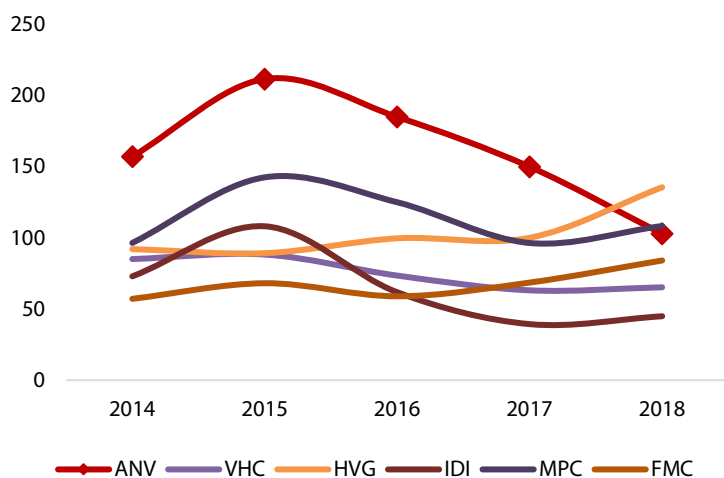
Nguồn: ANV, CTCK Rồng Việt

### Khả năng quản trị vốn lưu động dẫn cải thiện

Cả hai chỉ tiêu số ngày tồn kho bình quân và số ngày thu tiền bình quân đều giảm dần theo thời gian, thể hiện khả năng bán hàng và thu nợ khách hàng tốt hơn. Số ngày tồn kho tuy giảm nhưng vẫn còn cao hơn một số công ty nhóm đầu ngành thủy sản (VHC, FMC và IDI). Chúng tôi cho rằng nguyên nhân một phần đến từ việc Công ty ghi nhận giá trị cá nuôi trong ao, với tỷ lệ tự chủ nguyên liệu cao hơn các công ty cá tra khác (VHC 50-60%, IDI 70-80%).

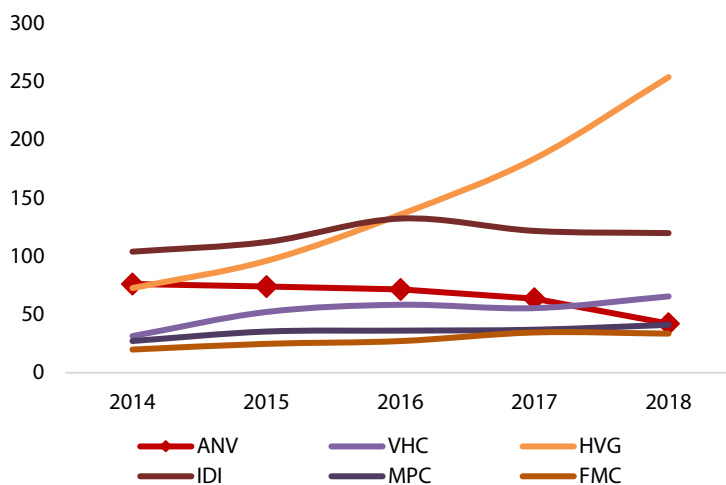
Kỳ thu tiền bình quân giảm mạnh trong năm 2018 (từ trung bình 71 ngày trong 4 năm trước còn 42 ngày năm 2018) khi hợp tác với Shanghai Fenglei phân phối vào Trung Quốc. Về thị trường Trung Quốc, do Công ty giới hạn tỷ trọng của thị trường này ở mức 35% và chỉ xuất khẩu chính ngạch, rủi ro thanh toán là không nhiều.

**Hình 16: Số ngày tồn kho bình quân của ANV và các công ty trong ngành (ngày)**



Nguồn: BCTC các công ty, CTCK Rồng Việt

**Hình 17: Số ngày thu tiền bình quân của ANV và các công ty trong ngành (ngày)**

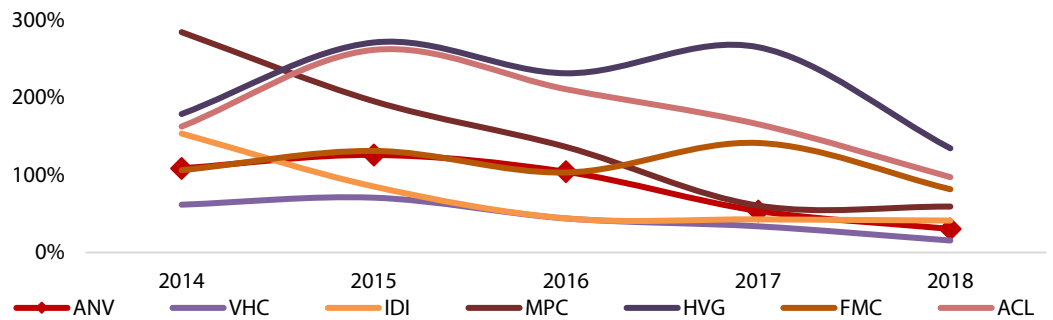


Nguồn: BCTC các công ty, CTCK Rồng Việt

### Cấu trúc vốn lành mạnh trở lại

Thủy sản là ngành phải thường xuyên đối mặt với nhiều rủi ro ở cả đầu vào (thời tiết, dịch bệnh) lẫn đầu ra (bất ổn kinh tế, chính trị và các rào cản thuế quan, kỹ thuật tại các thị trường thường xuyên thay đổi và ngày càng khắt khe). Một cấu trúc tài chính ít nợ sẽ đóng vai trò như một tấm đệm làm giảm bớt áp lực lên dòng tiền và khả năng sinh lời của doanh nghiệp trong những thời kỳ khó khăn nhờ chi phí lãi vay thấp. Cấu trúc vốn của ANV từ khi niêm yết năm 2006 đến năm 2011 tương đối lành mạnh với tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu trung bình 19%. Hầu hết là nợ vay ngắn hạn tài trợ vốn lưu động. Trong giai đoạn khó khăn do phân bón và khoáng sản rớt giá mạnh 2012-2015, lợi nhuận giảm sút khiến công ty phải tăng vay nợ với tỷ lệ đòn bẩy trung bình lên đến 91%. Cấu trúc vốn đã cải thiện dần từ năm 2016 nhờ hoạt động thoái vốn khỏi các mảng kinh doanh không hiệu quả. Tỷ lệ đòn bẩy cuối năm 2018 đạt 30%, thuộc nhóm tốt trong ngành. Với bài học đắt giá từ đầu tư ngoài ngành vừa qua, chúng tôi tin rằng công ty sẽ thận trọng hơn trong các quyết định của mình và do đó, sẽ duy trì một cấu trúc vốn an toàn.

**Hình 18: Tỷ lệ nợ ròng/ Vốn chủ sở hữu của ANV so với các công ty khác trong ngành**



Nợ ròng = Nợ vay ngắn hạn và dài hạn – (Tiền mặt + Đầu tư tài chính ngắn hạn + Tiền gửi ngân hàng dài hạn)

Nguồn: BCTC các công ty, CTCK Rồng Việt

### Dự phóng KQKD

**Năm 2019**, kim ngạch xuất khẩu dự báo đạt 160 triệu USD (+10,4% YoY) nhờ sản lượng xuất khẩu tăng mạnh 15%, bù đắp cho sự điều chỉnh giá bán giảm 4% sau khi giá bán đã tăng mạnh đến 30% trong năm 2018. Nhu cầu cao tại Trung Quốc và ASEAN, bên cạnh việc kiểm soát gắt gao thương mại tiểu ngạch qua biên giới Việt – Trung của chính phủ Trung Quốc là các động lực chính cho tăng trưởng kim ngạch của ANV.

**Năm 2020**, kim ngạch xuất khẩu đạt 181 triệu USD (+12,9% YoY), tương ứng với mức tăng trưởng sản lượng. Giá cá nguyên liệu trên thị trường có thể tăng mạnh do nông dân giảm mạnh sản xuất giống và nuôi thương phẩm trong nửa cuối năm 2019 dẫn đến thiếu cá nguyên liệu cho các nhà máy chế biến. Với lợi thế nguyên liệu tự cung cấp với chi phí thấp nhờ vùng nuôi Bình Phú, chúng tôi tin rằng ANV có thể giữ giá bán ở mức cạnh tranh trong khi vẫn gia tăng biên lợi nhuận.

**Tăng trưởng kim ngạch chủ yếu đến từ tăng trưởng sản lượng.** Giá bán hầu như không đổi so với năm 2019 do đợt tăng giá năm 2018 đã tạo ra một nền giá mới cao hơn giai đoạn trước cho toàn ngành. Nhu cầu lớn tại Trung Quốc và hệ thống giám sát sản xuất cá tra của Việt Nam được công nhận tương đồng với Mỹ là những yếu tố hỗ trợ mạnh cho nền giá mới.

Trên quan điểm thận trọng, các giả định của chúng tôi chưa tính đến kế hoạch cho thị trường Mỹ và nhóm sản phẩm mới collagen và gelatin.

**Biên lợi nhuận gộp tăng dần từ 21,5% năm 2019 lên 23% năm 2023 nhờ hiệu quả của vùng nuôi Bình Phú.**

**Bảng 4: Dự phóng kết quả kinh doanh 2019-2023**

Tỷ đồng	2018	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
Kim ngạch (triệu USD)	145	160	181	202	221	238
Doanh thu	4.118	4.588	5.205	5.856	6.420	6.961
Biên LN gộp	20,9%	21,5%	21,9%	22,2%	22,6%	23,0%
LNST	600	663	766	905	1.039	1.188

Nguồn: ANV, CTCK Rồng Việt

### Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF và phương pháp tỷ số tương đối P/E để định giá cổ phiếu ANV

### Phương pháp FCFF

Do ANV là công ty có dòng tiền không ổn định và đòn bẩy tài chính tương đối cao trong các năm gần đây, phương pháp chiết khấu dòng tiền của các chủ nợ và cổ đông sẽ có độ tin cậy nhất định. Chúng tôi sử dụng suất chiết khấu WACC = 15,2%.



### Phương pháp P/E

Không có doanh nghiệp thủy sản niêm yết nào tại Việt Nam có cùng quy mô vốn hóa với ANV. Chúng tôi xem xét định giá tương đối của các doanh nghiệp tương đồng về quy mô doanh thu, vốn hóa và ngành nghề chế biến thủy sản trên toàn thế giới:

**Bảng 5: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành**

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa (tỷ đồng)	Doanh thu 2018 (tỷ đồng)	ROE (%)	P/E trượt (x)	P/B trượt (x)	P/S (x)
CTCP NAM VIỆT	Việt Nam	3.330	4.409	32,5	4,4	1,6	1,0
YONKYU CO LTD	Nhật Bản	3.867	8.279	3,9	14,4	0,7	0,4
NEW ZEALAND KING SALMON INVESTMENT	New Zealand	3.264	2.552	8,9	14,8	1,5	1,6
SILLA CO LTD	Hàn Quốc	3.788	7.640	9,1	4,4	0,4	0,5
ASIAN SEAFOODS COLDSTORAGE	Thái Lan	2.323	6.928	14,7	8,7	1,2	0,4
DAIREI CO LTD	Nhật Bản	2.560	5.756	10,7	13,2	1,5	0,4
FLEURY MICHON SA	Pháp	4.073	19.704	6,3	N/A	N/A	N/A
PESQUERA EXALMAR S.A.A.	Peru	3.403	5.540	12,5	N/A	N/A	N/A
YUTAKA FOODS CORP	Nhật Bản	3.207	4.374	5,3	11,19	0,6	0,5
YAIZU SUISANKAGAKU INDUSTRY	Nhật Bản	3.029	3.467	2,6	20,5	0,7	0,8
<b>Trung bình</b>					<b>9,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,5</b>

Nguồn: Bloomberg tại ngày 9/10/2019

Tuy mức P/E hiện tại của ANV thấp hơn đáng kể P/E trung bình của các công ty tương đồng, so sánh các tỷ số P/B và P/S lại cho thấy nhà đầu tư đang trả giá cao cho cổ phiếu của công ty. Do đó, một mức P/E thấp hơn trung bình sẽ phù hợp với ANV. Xét đến khả năng gia tăng biên lợi nhuận nhờ cắt giảm chi phí trong các năm tới, chúng tôi cho rằng một mức P/E cao hơn P/E năm 2018, 6,5 lần, là phù hợp với ANV.

Kết hợp hai phương pháp, chúng tôi ước tính giá trị phù hợp của ANV là **35.400 đồng/cổ phiếu**.

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Đóng góp
FCFF	36.919	50%	18.460
P/E	33.873	50%	16.937
<b>Giá mục tiêu</b>			<b>35.396</b>

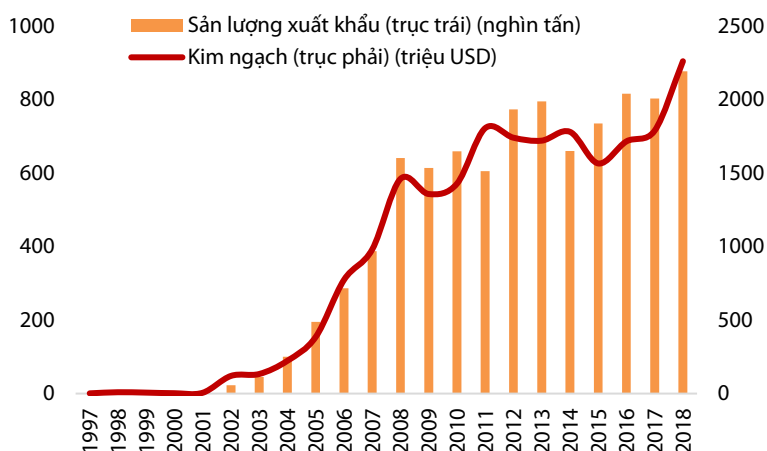
Nguồn: CTCK Rồng Việt

## SƠ LƯỢC NGÀNH CÁ TRA

### Việt Nam thống lĩnh thị trường xuất khẩu cá da trơn toàn cầu

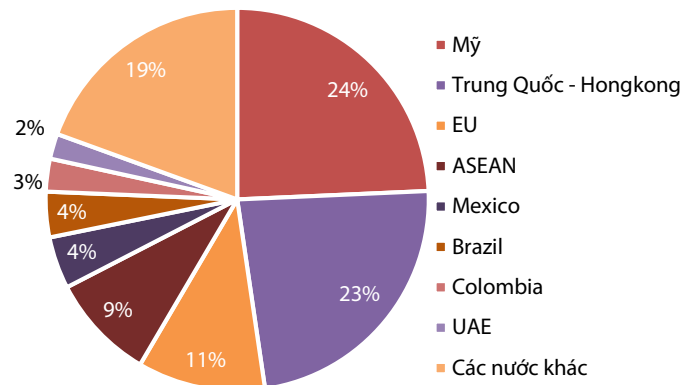
Cá tra là một trong hai sản phẩm nông sản xuất khẩu mũi nhọn của Việt Nam (cùng với tôm). Bắt đầu xuất khẩu từ cách đây 20 năm, tốc độ tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu hàng năm CAGR đạt 1%/năm. Đến nay bốn thị trường chính là Mỹ, châu Âu, Trung Quốc và ASEAN.

Hình 19: Xuất khẩu cá tra Việt Nam



Nguồn: VASEP, CTCK Rồng Việt

Hình 20: Các thị trường chính của cá tra Việt Nam năm 2018

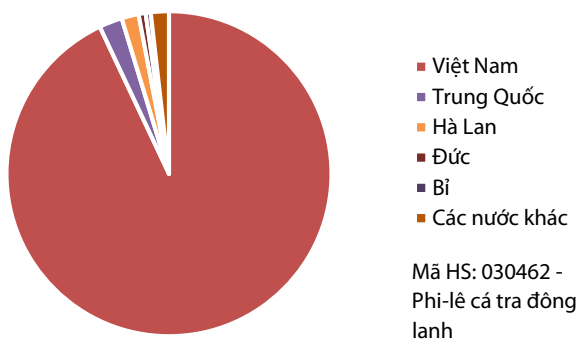


Nguồn: VASEP, CTCK Rồng Việt

### Điều kiện tự nhiên đặc trưng và kỹ thuật canh tác tiên tiến

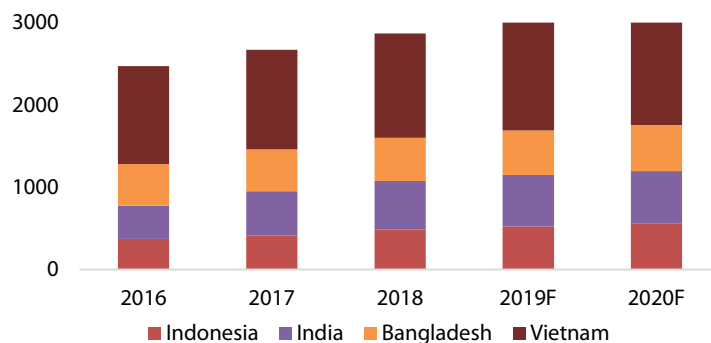
Nghề nuôi cá tra-basa bắt đầu từ những năm 1940 tại tỉnh An Giang và Đồng Tháp, sau đó được nhân rộng ra toàn vùng đồng bằng sông Cửu Long (ĐBSCL). Điều kiện thổ nhưỡng đặc trưng và kinh nghiệm nuôi lâu đời tạo ra sản phẩm cá tra thịt trắng, mùi dịu hợp thị hiếu người tiêu dùng, đưa Việt Nam chiếm lĩnh toàn bộ thị trường xuất khẩu cá da trơn toàn cầu. Trong khi đó, các nước nuôi cá tra khác (Ấn Độ, Bangladesh và Indonesia) đang sản xuất cá tra thịt vàng giá trị thấp và khối lượng chỉ đủ đáp ứng cho nhu cầu trong nước.

Hình 21: Thị phần xuất khẩu cá da trơn theo quốc gia năm 2018



Nguồn: Trung tâm thương mại quốc tế (ITC), CTCK Rồng Việt

Hình 22: Sản lượng cá tra thu hoạch tại các nước sản xuất chính

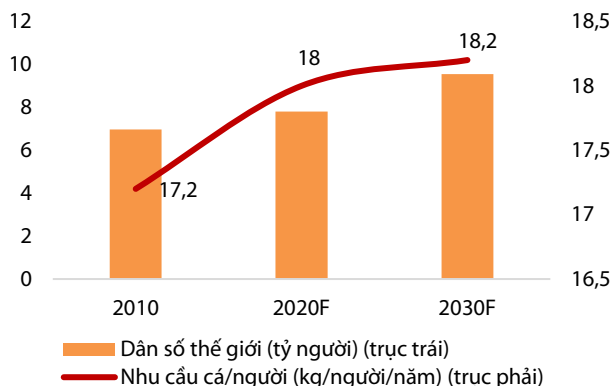


Nguồn: Undercurrent News, CTCK Rồng Việt

**Giá cá tra sẽ duy trì ở mức cao do nhu cầu ngày càng tăng**

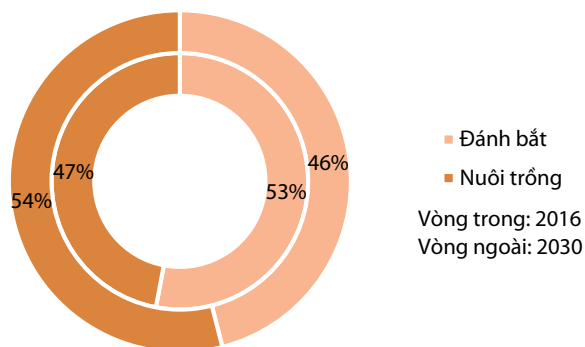
Theo dự báo của Tổ chức Lương nông thế giới (FAO), dân số thế giới sẽ vượt 8,5 tỷ người vào năm 2030. Nhu cầu tiêu thụ cá sẽ tăng lên mức 18,2 kg/người/năm vào năm 2030, so với mức 17,2 kg/người/năm năm 2010. Tuy nhiên, ngành đánh bắt cá từ tự nhiên sẽ không tăng trưởng để đảm bảo đa dạng sinh học. Vì vậy nhu cầu đối với thủy sản nuôi trồng sẽ tăng nhanh hơn tốc độ tăng dân số. Tỷ lệ thủy sản nuôi trong tổng nguồn cung được dự báo sẽ tăng từ 47% trong năm 2016 lên 54% vào năm 2030.

**Hình 23: Dân số toàn cầu và nhu cầu cá đến 2030**



Nguồn: FAO, CTCK Rồng Việt

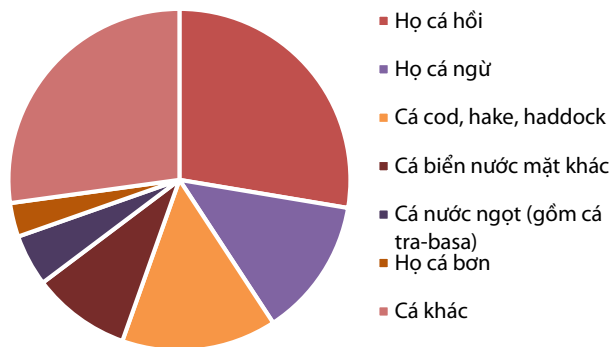
**Hình 24: Thủy sản đánh bắt và nuôi trồng trên toàn cầu**



Nguồn: FAO, CTCK Rồng Việt

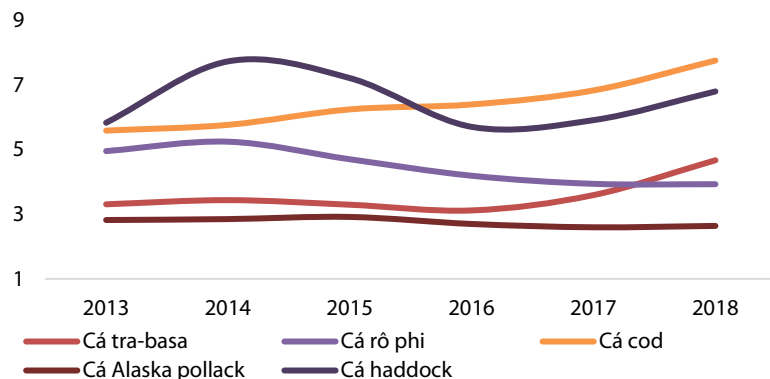
Trong phân khúc cá thịt trắng, cá cod và pollock lâu nay là hai loài cá biển được tiêu thụ nhiều nhất. Vài năm trở lại đây, nguồn cung các loài này đã sụt giảm do hiện tượng ấm lên toàn cầu. Các nước phải cắt giảm hạn ngạch đánh bắt, dẫn đến giá cá biển tăng mạnh. Nhu cầu đối với cá nuôi theo đó tăng mạnh do giá cá nuôi thấp hơn cá biển. Đây là một trong những yếu tố chính đẩy giá xuất khẩu cá tra đạt đỉnh trong năm 2018.

**Hình 25: Tỷ trọng các loài cá thịt trắng chính trong thương mại cá toàn cầu năm 2016**



Nguồn: FAO, CTCK Rồng Việt

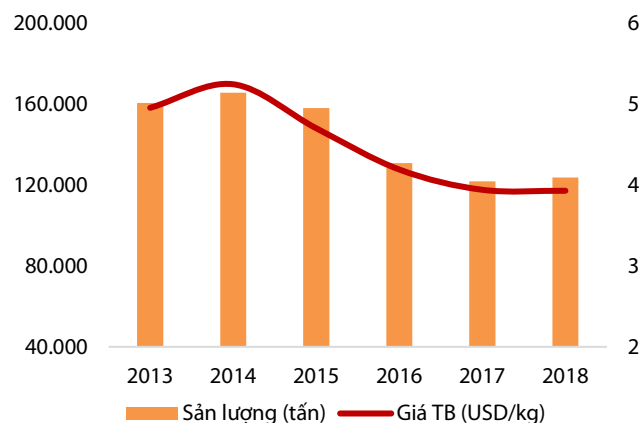
**Hình 26: Giá một số loài cá thịt trắng tại Mỹ giai đoạn 2013-2018**



Nguồn: ITC, CTCK Rồng Việt

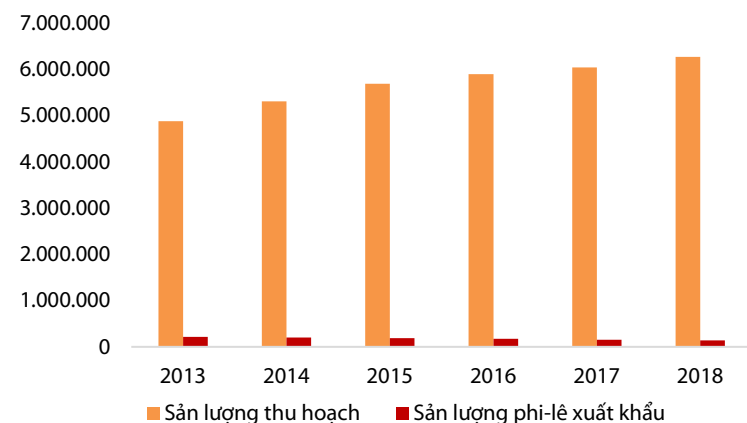
Sản phẩm thay thế gần nhất của cá tra là cá rô phi, phần lớn được sản xuất tại Trung Quốc. Tuy nhiên, xuất khẩu cá rô phi đang giảm dần do chính phủ Trung Quốc siết chặt quản lý nuôi trồng thủy sản khiến sản lượng nhiều loài thủy sản nuôi trồng giảm, cảm nhận không tốt của người tiêu dùng Mỹ (thị trường chính) về cá rô phi và sự chuyển hướng trở lại thị trường nội địa của các nước xuất khẩu chính.

**Hình 27: Nhập khẩu cá rô phi của Mỹ**



Nguồn: ITC, CTCK Rồng Việt

**Hình 28: Sản lượng thu hoạch và sản lượng xuất khẩu phi lê cá rô phi toàn cầu**



Nguồn: ITC, Hội nghị thủy sản toàn cầu 2019, CTCK Rồng Việt

Lợi thế nuôi trồng tương đối bền vững, nhu cầu tiêu dùng ngày càng tăng cùng với sự suy giảm nguồn cung xuất khẩu của các loài thay thế trực tiếp là những yếu tố hỗ trợ cho giá xuất khẩu trong dài hạn. Tuy nhiên, các bất ổn liên quan đến căng thẳng thương mại Mỹ - Trung, Mỹ - Châu Âu và sự kiện Brexit có thể kéo giảm giá xuất khẩu trong ngắn hạn.

**Đầu ra xuất khẩu vướng nhiều rào cản tại các thị trường**

Xuất khẩu bắp bênh khi phải đối mặt với các rào cản thương mại và kỹ thuật thường xuyên thay đổi và ngày càng gay gắt của các thị trường, đặc biệt là hai thị trường lớn Mỹ và châu Âu. Không chỉ ngày càng đòi hỏi cao hơn về các tiêu chuẩn vệ sinh an toàn thực phẩm, nuôi trồng bền vững, đóng gói, ghi nhãn và kiểm dịch, động cơ bảo vệ nền sản xuất trong nước còn thúc đẩy chính phủ các nước áp thuế nhập khẩu và thuế chống bán phá giá lên cá tra nhập khẩu.

- *Vụ kiện chống bán phá giá cá tra tại Mỹ từ 2002.* Cá tra Việt Nam xâm nhập thị trường Mỹ từ năm 1998 và nhanh chóng được người tiêu dùng Mỹ ưa chuộng nhờ mùi vị tương đồng nhưng giá rẻ hơn so với cá nheo Mỹ. Mối đe dọa ngày càng lớn khiến các nhà sản xuất cá nheo Mỹ phải vận động Chính phủ Mỹ đưa cá tra Việt Nam vào diện điều tra chống bán phá giá (CBPG) từ năm 2002. Mức thuế thay đổi hàng năm đã làm cho xuất khẩu cá tra Việt Nam vào Mỹ gặp nhiều khó khăn.

**Bảng 7: Thuế CBPG cá tra Việt Nam tại Mỹ**

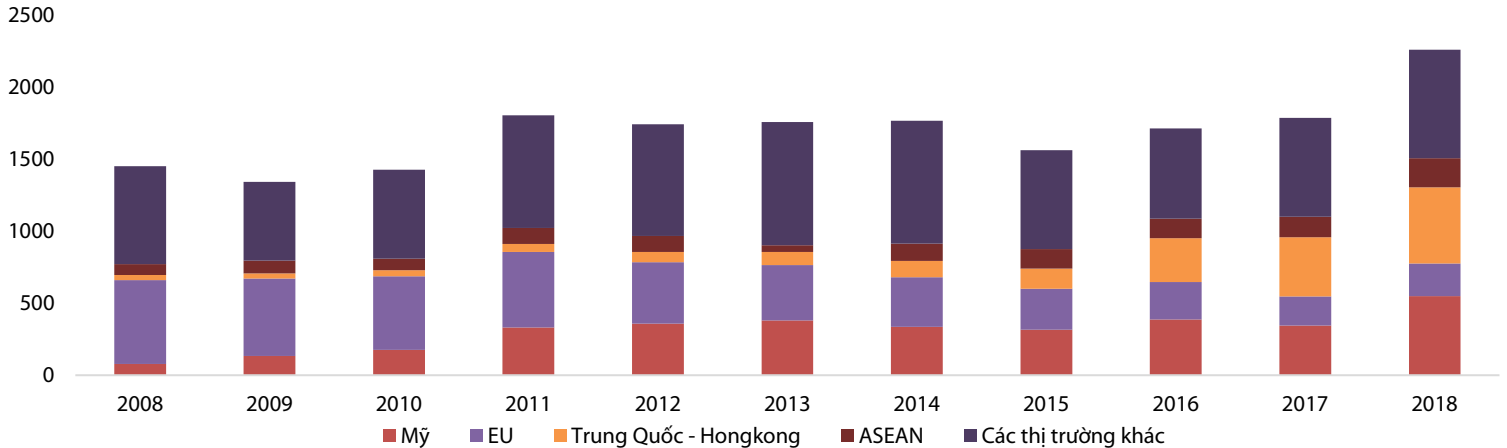
		Bị đơn bắt buộc	Bị đơn tự nguyện	Toàn quốc	Kỳ xem xét
POR 1	%	36,80-80,88		63,88	08/01/2003 – 07/31/2004
POR 2	%	21,23-80,88		63,88	08/01/2004 – 07/31/2005
POR 3	%	0,00-80,88		63,88	08/01/2005 – 07/31/2006
POR 4	%	0,52-6,81		63,88	08/01/2006 – 07/31/2007
POR 5	USD/kg	0,00-0,02	0,02	2,11	08/01/2007 – 07/31/2008
POR 6	USD/kg	0,00-0,56	0,56	2,11	08/01/2008 – 07/31/2009
POR 7	USD/kg	0,00-0,03	0,03	2,11	08/01/2009 – 07/31/2010
POR 8	USD/kg	0,19-1,34	0,77	2,11	08/01/2010 – 07/31/2011
POR 9	USD/kg	0,03-1,20	0,42	2,11	08/01/2011 - 07/31/2012
POR 10	USD/kg	0	0,97	2,39	08/01/2012 - 07/31/2013
POR 11	USD/kg	0,41-0,97	0,69	2,39	08/01/2013 - 07/31/2014
POR 12	USD/kg	0,69	2,39	2,39	08/01/2014 - 07/31/2015
POR 13	USD/kg	3,87	7,74	2,39	08/01/2015 - 07/31/2016
POR 14	USD/kg	1,37-3,87	1,37	2,39	08/01/2016 - 07/31/2017

Nguồn: Phòng Thương mại Hoa Kỳ DoC, Ban quản lý Thương mại quốc tế ITA, CTCK Rồng Việt



- Đạo luật Farm Bill 2014 của Mỹ, có hiệu lực từ giữa năm 2017. Theo Luật Nông nghiệp Mỹ năm 2014 (còn gọi là Farm Bill 2014), tất cả các lô hàng họ cá da trơn (Siluriformes) nhập khẩu vào Mỹ phải được kiểm tra bởi Cục Kiểm dịch và An toàn thực phẩm (FSIS) thuộc Bộ Nông nghiệp Mỹ. Farm Bill cũng đòi hỏi Việt Nam phải chứng minh được sự tương đồng trong hệ thống giám sát an toàn vệ sinh thực phẩm với Mỹ để được tiếp tục xuất khẩu vào Mỹ. Xuất khẩu vào Mỹ đã gặp khó khăn trong thời gian đầu thực hiện quy định mới do số lượng cơ sở được FSIS ủy quyền thực hiện kiểm tra rất ít so với lượng hàng cần kiểm tra khiến hàng hóa bị ách tắc tại cảng và doanh nghiệp phải tốn chi phí kho bãi. Vào tháng 9/2018, Mỹ đã sơ bộ công nhận tương đồng cho hệ thống quản lý cá tra của Việt Nam, cùng với Trung Quốc và Thái Lan.

**Hình 29: Kim ngạch xuất khẩu cá tra theo thị trường (triệu USD)**



Nguồn: VASEP, CTCK Rồng Việt

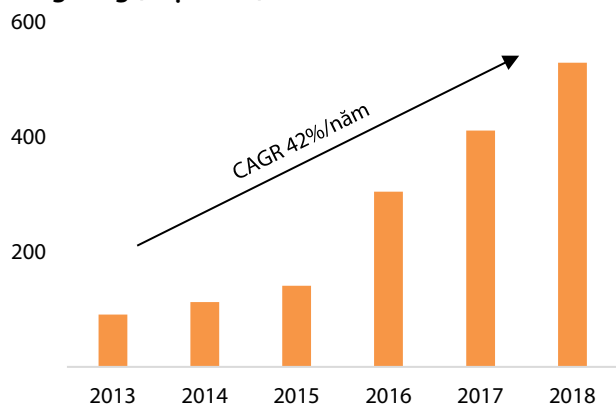
- *Bôi nhọ hình ảnh cá tra tại châu Âu:* Việc không chú trọng truyền thông khiến nhu cầu cá tra của thị trường châu Âu sụt giảm liên tục trong 8 năm từ năm 2010 đến năm 2017 dưới tác động của nhiều thông tin sai lệch. Điển hình là vụ bôi nhọ hình ảnh cá tra trên một kênh truyền hình Tây Ban Nha trong năm 2017 cáo buộc các cơ sở nuôi gây ảnh hưởng xấu đến môi trường và cho cá ăn các thức ăn tự sản xuất không đảm bảo vệ sinh và các thành phần dinh dưỡng.

Sự kiện Mỹ bước đầu công nhận hệ thống quản lý cá tra Việt Nam tương đồng với hệ thống của Mỹ sẽ là một bảo chứng cho hình ảnh cá tra đối với không chỉ người tiêu dùng Mỹ mà cả thế giới, do Mỹ là một thị trường lâu đời và khó tính. Tuy nhiên, ngành cá tra hiện tại vẫn chưa xây dựng được một chiến lược truyền thông bài bản để có thể ứng phó một cách chủ động với các thông tin bất lợi.

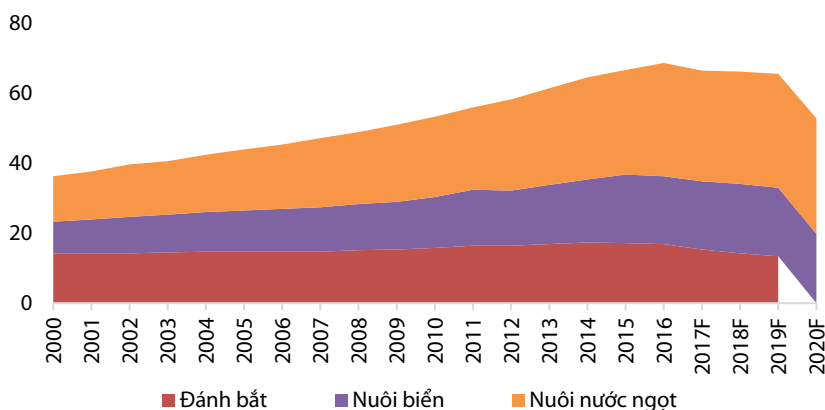
**Trung Quốc nổi lên là thị trường nhiều tiềm năng**

Xuất khẩu cá tra vào Trung Quốc đã tăng tốc kể từ năm 2013 với tốc độ tăng trưởng trung bình hàng năm (CAGR) giai đoạn 2013-2018 đạt 42%/năm. Vị trí địa lý thuận lợi, quy mô dân số lớn, nhu cầu thủy sản tăng theo thu nhập và các thay đổi có lợi trong chính sách của Trung Quốc là các yếu tố giúp Trung Quốc trở thành thị trường thay thế tốt và lâu dài của cá tra Việt Nam khi xuất khẩu vào Mỹ và châu Âu ngày càng khó khăn.

**Hình 30: Xuất khẩu cá tra vào Trung Quốc – HongKong (triệu USD)** – **Hình 31: Sản lượng thủy sản của Trung Quốc giảm dần trong dài hạn**



Nguồn: VASEP, CTCK Rồng Việt



Nguồn: Rabobank (2018), CTCK Rồng Việt

Thu nhập tăng làm tăng nhu cầu của người tiêu dùng đối với thủy sản nhập khẩu do quan niệm thực phẩm nhập khẩu đạt tiêu chuẩn cao về vệ sinh an toàn thực phẩm hơn các sản phẩm sản xuất trong nước. Dân số trẻ thu nhập cao với lối sống bận rộn ngày càng ưa chuộng các mặt hàng chế biến sẵn giúp tiết kiệm thời gian nấu nướng. Cùng với sự gia tăng mạnh mẽ số lượng các chuỗi nhà hàng lẩu tại nhiều thành phố lớn và sự phổ biến của thương mại điện tử, doanh số cá tra tại thị trường Trung Quốc đã bùng nổ trong các năm gần đây.

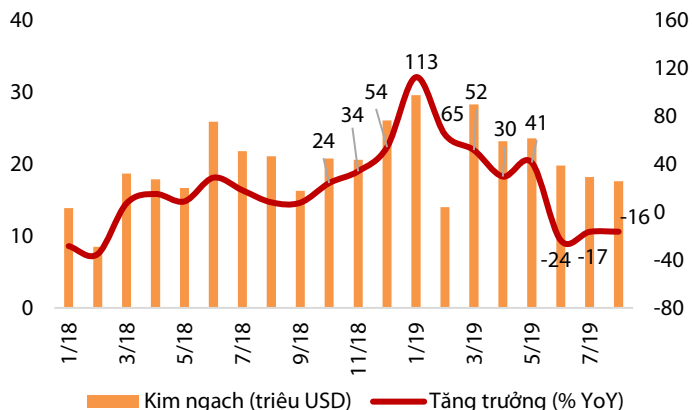
Ngành thủy sản Trung Quốc cũng đang ghi nhận nhiều thay đổi có lợi cho xuất khẩu cá tra Việt Nam, bao gồm việc Chính phủ nâng cao các quy định bảo vệ môi trường và nuôi trồng bền vững bằng cách hạn chế mở rộng diện tích nuôi trồng và buộc đóng cửa nhiều cơ sở nuôi gây ô nhiễm môi trường. OECD – FAO dự báo sản xuất thủy sản của Trung Quốc sẽ giảm tăng trưởng và trong dài hạn sẽ giảm sản lượng (Rabobank, 2018). Bên cạnh đó, thuế nhập khẩu cá tra đông lạnh đã giảm từ 12% xuống 7% từ tháng 7/2018, thuế VAT thủy sản giảm từ 10% xuống 9% từ tháng 4/2019 và nhập khẩu tiểu ngạch thủy sản qua biên giới Trung Quốc – Việt Nam đang được Trung Quốc kiểm soát gắt gao, gia tăng cơ hội cho cá tra xuất khẩu chính ngạch từ Việt Nam.

Một vấn đề được quan tâm gần đây là việc Trung Quốc đã nuôi được cá tra từ năm 2018 với sản lượng 30.000 tấn cá nguyên liệu (so với mức 1,3 triệu tấn của Việt Nam). Tuy nhiên, nhiệt độ thấp gần như quanh năm tại Trung Quốc là trở ngại rất lớn cho khả năng tăng sản lượng. Do đó, chúng tôi không cho rằng Trung Quốc có thể cạnh tranh với Việt Nam về nguồn cung cá tra trong nội địa nước này, chưa nói đến cạnh tranh ở các thị trường khác.

**Thị trường châu Âu hồi phục chưa vững chắc do căng thẳng thương mại Mỹ-Trung tuy hiệp định thương mại châu Âu – Việt Nam (EVFTA) là động lực tăng trưởng trong dài hạn**

Nguồn cung và giá cá biển tại các vùng biển châu Âu đến năm 2021 sẽ chịu áp lực khi hạn ngạch đánh bắt cá biển tại các khu vực Đại Tây Dương và Biển Bắc sụt giảm đáng kể, làm gia tăng nhu cầu đối với cá nuôi, bao gồm cá tra. Sau 8 năm xuất khẩu vào châu Âu suy giảm liên tục, kim ngạch cá tra vào thị trường này đã cho thấy mức tăng trưởng dương mạnh trở lại từ tháng 10/2018 đến tháng 6/2019, ngay sau khi cá tra Việt Nam được Mỹ công nhận sơ bộ tương đồng về VSATTP, cho thấy tác động của sự kiện này đối với tâm lý người dân châu Âu. Tuy nhiên, xuất khẩu vào châu Âu lại giảm sút trong tháng 7 và tháng 8 do các tác động gián tiếp của thương chiến Mỹ-Trung lên nền kinh tế châu Âu và tâm lý người dân lo ngại cho các khó khăn của kịch bản “Brexit không thỏa thuận” khi thời điểm Anh phải rời Liên minh châu Âu ngày một gần.

**Hình 32: Xuất khẩu cá tra vào EU**



Nguồn: VASEP, CTCK Rồng Việt

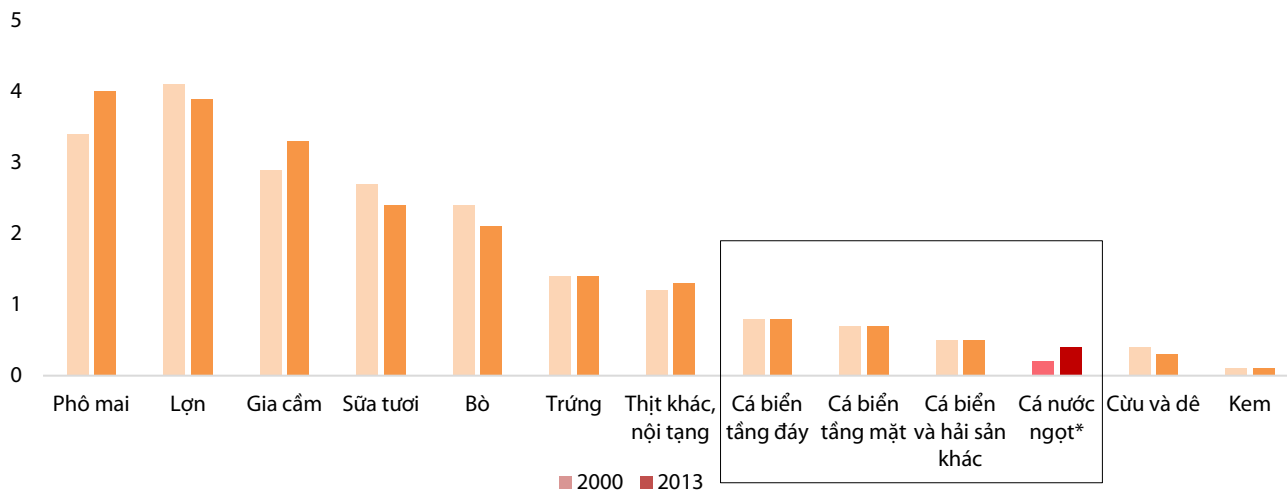
**Bảng 8: Hạn ngạch đánh bắt (TAC) cá biển trắng cho giai đoạn 2019-2020 (tấn)**

	TAC 2018	TAC 2019	Thay đổi
Herring	537.544	379.850	-29%
Cod	103.943	84.593	-19%
Haddock	56.763	51.867	-9%
Whiting	46.728	35.349	-24%
Hake	121.043	150.418	24%
Blue whiting	457.336	366.291	-20%
Plaice	135.196	127.009	-6%
Pollack	14.555	14.555	0%
Turbot and brill	7.102	8.122	14%
Greenland halibut	8.790	8.640	-2%
Common sole	25.801	22.422	-13%
Sole	1.072	1.072	0%
<b>Tổng</b>	<b>1.515.873</b>	<b>1.250.188</b>	<b>-18%</b>

Nguồn: European Commission, CTCK Rồng Việt

Bù lại, một yếu tố tích cực sẽ hỗ trợ ngành cá tra phục hồi tại thị trường châu Âu là hiệp định EVFTA được ký kết cuối tháng 6/2019 và đang được kỳ vọng sẽ có hiệu lực từ năm 2020. Theo cam kết, thuế nhập khẩu vào châu Âu sẽ giảm từ 5,5% về 0% trong vòng 3 năm đối với cá tra phi-lê đông lạnh (mã HS 03) và từ 7% về 0% trong vòng 7 năm đối với cá tra chế biến (mã HS 16). Tuy nhiên, chúng tôi không cho rằng EVFTA có thể tạo ra tác động lớn do mức giảm thuế hàng năm không lớn và người châu Âu ưa chuộng thủy sản đánh bắt hơn thủy sản nuôi.

**Hình 33: Mức tiêu thụ bình quân đầu người (kg/năm) các loại protein động vật của châu Âu năm 2013**



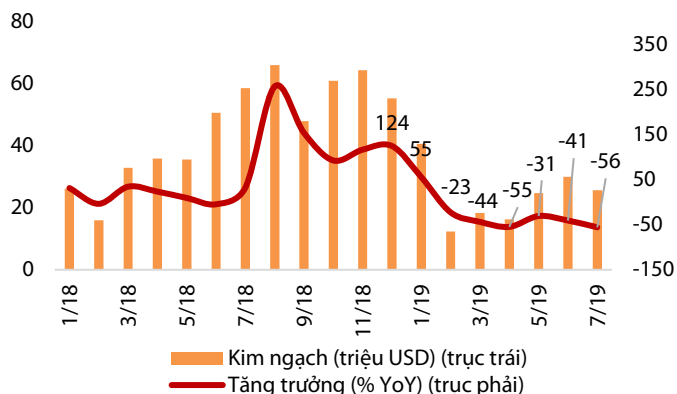
Nguồn: Cục Môi trường châu Âu (EEA), CTCK Rồng Việt

\*Chủ yếu là cá tra – basa

**Căng thẳng thương mại Mỹ-Trung tạo ra cơ hội cho cá tra thay thế cá rô Trung Quốc tại Mỹ**

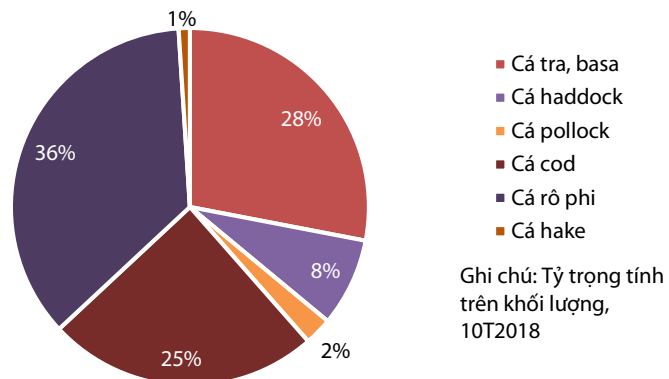
Sự kiện Mỹ tăng cường nhập khẩu nhiều mặt hàng thủy sản của Trung Quốc (bao gồm cá rô) cuối năm 2018 và đầu năm 2019 trước các thời hạn tăng thuế nhập khẩu từ 10% lên 25% Tổng thống Trump đưa ra đã khiến xuất khẩu cá tra Việt Nam vào thị trường này rơi mạnh trong năm 2019. Chúng tôi cho rằng đây chỉ là sự sụt giảm tạm thời trong ngắn hạn cho đến khi tồn kho thủy sản Trung Quốc tại Mỹ được tiêu thụ hết. Mức thuế nhập khẩu mới 25% lên cá rô Trung Quốc chính thức có tác dụng vào ngày 10/5/2019 được kỳ vọng sẽ mang lại cơ hội tăng trưởng rất lớn cho cá tra Việt Nam nhờ được nhập khẩu thay thế cho cá rô Trung Quốc.

**Hình 34: Xuất khẩu cá tra vào Mỹ rơi mạnh trong các tháng đầu năm do căng thẳng thương mại Mỹ-Trung**



Nguồn: VASEP, CTCK Rồng Việt

**Hình 35: Các loại cá thịt trắng nhập khẩu vào Mỹ (theo khối lượng)**



Nguồn: VASEP, CTCK Rồng Việt



*Đvt: tỷ đồng*

<b>KQ HKKD</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>
Doanh thu thuần	2.949	4.118	4.588	5.205
Giá vốn	2.517	3.256	3.603	4.067
<b>Lãi gộp</b>	<b>432</b>	<b>862</b>	<b>985</b>	<b>1.138</b>
Chi phí bán hàng	146	161	184	208
Chi phí quản lý	39	9	35	40
Thu nhập từ HĐTC	20	74	52	57
Chi phí tài chính	64	75	59	70
Lợi nhuận khác	-32	1	1	1
Lãi/lỗ từ liên doanh/liên kết	-5	-2	-2	-2
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>167</b>	<b>690</b>	<b>758</b>	<b>875</b>
Thuế TNDN	23	86	91	105
Lợi ích cổ đông thiểu số	2	4	4	4
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>142</b>	<b>600</b>	<b>663</b>	<b>766</b>
EBIT	247	693	766	889
EBITDA	328	773	896	1.043

<b>CHỈ SỐ TÀI CHÍNH</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>
-------------------------	-------------	-------------	--------------	--------------

<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	4,4%	39,6%	11,4%	13,4%
EBITDA	94,1%	136,0%	15,9%	16,5%
EBIT	170,6%	180,2%	10,6%	16,1%
Lợi nhuận sau thuế	632,3%	321,4%	10,5%	15,6%
Tổng tài sản	-10,5%	26,7%	15,1%	19,4%
Vốn chủ sở hữu	6,3%	32,2%	25,5%	22,0%

**Khả năng sinh lợi**

LN gộp / Doanh thu	14,7%	20,9%	21,5%	21,9%
EBITDA/ Doanh thu	11,1%	18,8%	19,5%	20,0%
EBIT/ Doanh thu	8,4%	16,8%	16,7%	17,1%
LNST/ Doanh thu	4,8%	14,6%	14,4%	14,7%
ROA	5,3%	17,5%	16,8%	16,3%
ROCE	16,8%	37,3%	30,8%	29,7%
ROE	10,2%	32,5%	28,6%	27,1%

**Hiệu quả hoạt động (x)**

Vòng quay kh. phải thu	7,7	7,2	6,9	6,9
Vòng quay hàng tồn kho	2,9	3,4	2,9	2,9
Vòng quay khoản phải trả	12,2	10,3	9,4	9,4

**Khả năng thanh toán (x)**

Hiện hành	1,1	1,3	1,6	1,7
Nhanh	0,4	0,7	0,8	0,9

**Cấu trúc tài chính**

Tổng nợ/ Vốn CSH	78,8%	68,2%	53,4%	51,0%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	73,3%	67,7%	46,3%	45,1%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	5,4%	0,5%	7,1%	5,8%

*Đvt: tỷ đồng*

<b>BẢNG CĐKT</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>
Tiền	26	69	77	87
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	452	313	671
Các khoản phải thu	383	569	665	754
Tồn kho	874	962	1.248	1.409
Tài sản ngắn hạn khác	34	38	41	40
Tài sản cố định hữu hình	342	645	682	506
Tài sản cố định vô hình	243	297	707	1.019
Đầu tư tài chính dài hạn	478	326	135	135
Tài sản dài hạn khác	323	68	75	85
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>2.702</b>	<b>3.425</b>	<b>3.943</b>	<b>4.707</b>
Tiền hàng phải trả và ứng trước	206	316	384	433
Vay và nợ ngắn hạn	1.025	1.251	1.074	1.277
Vay và nợ dài hạn	76	10	165	165
Khoản phải trả dài hạn khác	0	0	0	0
Quỹ khen thưởng phúc lợi	1	1	1	1
Quỹ đầu tư & phát triển	0	0	0	0
<b>Tổng nợ</b>	<b>1.308</b>	<b>1.577</b>	<b>1.623</b>	<b>1.876</b>
Vốn chủ sở hữu	1.272	1.272	1.272	1.272
Cổ phiếu quỹ	-27	-27	-27	-27
Lợi nhuận giữ lại	153	603	1.075	1.587
Các quỹ	0	0	0	0
Quỹ đầu tư & phát triển	0	0	0	0
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.398</b>	<b>1.848</b>	<b>2.320</b>	<b>2.831</b>
<b>Lợi ích CĐTS</b>	<b>-4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>
---------------------------	-------------	-------------	--------------	--------------

<b>LNTT</b>	167	690	758	875
Khấu hao	69	72	130	154
Các điều chỉnh	61	-48	0	0
Thay đổi vốn lưu động	448	7	-408	-305
<b>Tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>746</b>	<b>721</b>	<b>480</b>	<b>724</b>
Thay đổi TSCĐ	-96	-101	-577	-290
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	-267	-581	183	-10
Lãi cho vay, cốt tủy, LN được chia	-4	-2	0	0
<b>Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư</b>	<b>-375</b>	<b>-685</b>	<b>-394</b>	<b>-301</b>
Nhận/trả lại vốn góp	590	-	0	0
Vay mới/trả nợ vay	-283	159	-22	204
Cổ tủy, LN trả cho CĐ	-674	-152	-191	-254
<b>Tiền thuần từ HĐ Tài Chính</b>	<b>-366</b>	<b>7</b>	<b>-213</b>	<b>-51</b>
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>22</b>	<b>26</b>	<b>69</b>	<b>77</b>
Tiền thuần trong kỳ	4	43	-127	373
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>26</b>	<b>69</b>	<b>77</b>	<b>87</b>

**BÁO CÁO LẦN ĐẦU**

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

**Các loại khuyến cáo**

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

**GIỚI THIỆU**

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

**KHOẢNG PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ**
**Nguyễn Thị Phương Lam**
**Deputy Manager**

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

- Ngân hàng
- Thị trường

**Lại Đức Dương**
**Senior Analyst**

duong.ld@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1522)

- Bất động sản
- Vật liệu xây dựng

**Trần Hà Xuân Vũ**
**Senior Analyst**

vu.thx@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1518)

- Dầu khí
- Phân bón

**Nguyễn Hà Trinh**
**Senior Analyst**

trinh.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1551)

- Xây dựng
- Thép
- Tiện ích công cộng

**Vũ Anh Tú**
**Analyst**

tu.va@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1511)

- Kinh tế vĩ mô

**Trần Thái Sơn**
**Analyst**

son.tt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1527)

- Thị trường
- Bán lẻ & Công nghệ
- Dược phẩm

**Đỗ Thanh Tùng**
**Analyst**

tung.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Cảng biển
- Dịch vụ hàng không

**Đặng Thị Phương Thảo**
**Analyst**

thao.dtp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1529)

- Thực phẩm & Đồ uống
- Dệt may

**Phạm Thị Tố Tâm**
**Analyst**

tam.ptt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Bảo hiểm
- Thủy sản

**Nguyễn Thị Thúy Anh**
**Analyst**

anh2.ntt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1531)

- Ngân hàng

**Nguyễn Thị Khánh Vy**
**Analyst**

vy.ntk@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1528)

- Ô tô & Phụ tùng

**Nguyễn Tiến Hoàng**
**Analyst**

hoang.nt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1538)

- Thị trường

**Bùi Huy Hoàng**
**Analyst**

hoang.bh@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1514)

- Cao su tự nhiên
- Nông dược

**Phạm Minh Tú**
**Analyst**

tu.pm@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1536)

- Thép

**Bernard Lapointe**
**Senior Consultant**

bernard.lapointe@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

**Trần Thị Ngọc Hà**
**Assistant**

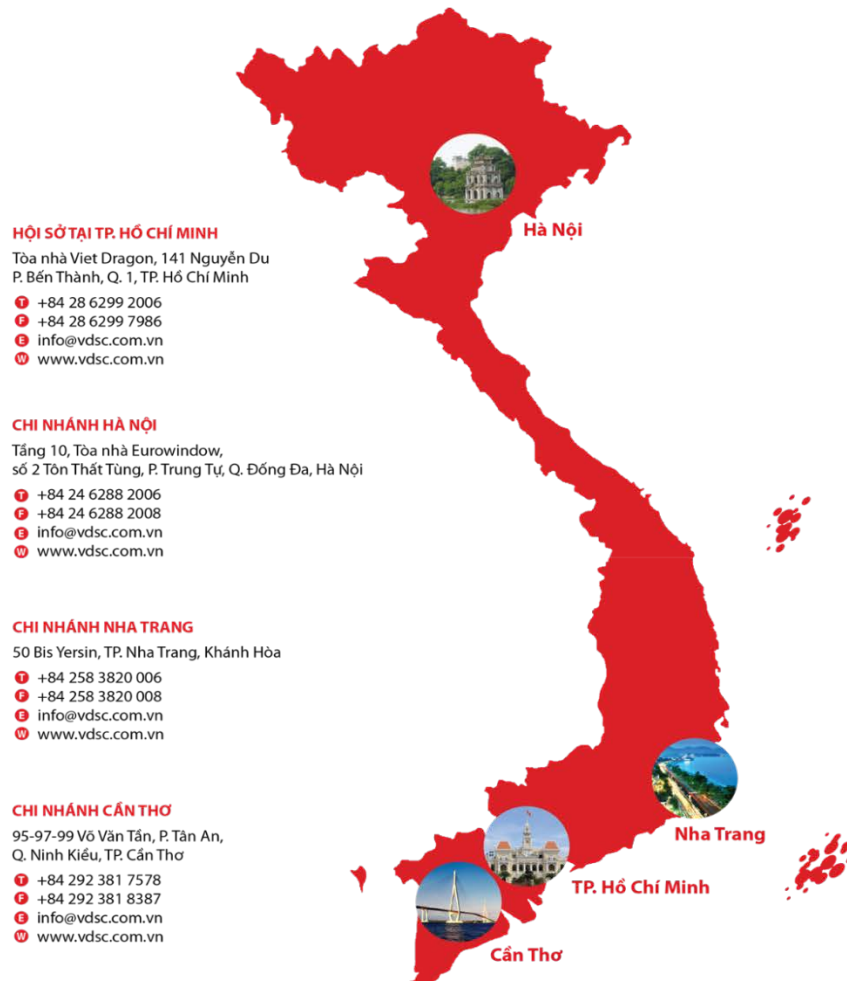
ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

**Trương Thị Thảo Vi**
**Assistant**

vi.ttt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1517)



**HỘI SỞ TẠI TP. HỒ CHÍ MINH**

Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du  
P. Bến Thành, Q. 1, TP. Hồ Chí Minh

- T** +84 28 6299 2006
- F** +84 28 6299 7986
- E** info@vdsc.com.vn
- W** www.vdsc.com.vn

**CHI NHÁNH HÀ NỘI**

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow,  
số 2 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội

- T** +84 24 6288 2006
- F** +84 24 6288 2008
- E** info@vdsc.com.vn
- W** www.vdsc.com.vn

**CHI NHÁNH NHA TRANG**

50 Bis Yersin, TP. Nha Trang, Khánh Hòa

- T** +84 258 3820 006
- F** +84 258 3820 008
- E** info@vdsc.com.vn
- W** www.vdsc.com.vn

**CHI NHÁNH CẦN THƠ**

95-97-99 Võ Văn Tấn, P. Tân An,  
Q. Ninh Kiều, TP. Cần Thơ

- T** +84 292 381 7578
- F** +84 292 381 8387
- E** info@vdsc.com.vn
- W** www.vdsc.com.vn

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình, Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác, Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2019.**