

## CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam (BAF)

TRUNG LẬP (từ KHẢ QUAN)

### Hàng tiêu dùng

Giá hiện tại	VND30.500
Cao/Thấp nhất 52 tuần	VND29.900/17.300
Giá mục tiêu	VND33.300
Giá mục tiêu trước đó	VND32.000
Consensus	4,1%
Tiềm năng tăng giá	9,2%
Tỷ suất cổ tức	0%
Tổng tỷ suất sinh lời	9,2%

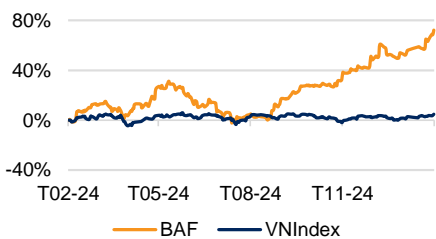
Triển vọng	Khả quan
Định giá	Trung lập
Phân tích kỹ thuật	<a href="#">Khả quan</a>

Thị giá vốn (tr USD)	285,7
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	3,5
Sở hữu NN (tr USD)	133,8
Số CP lưu hành (tr)	239,0
Số CP sau pha loãng (tr)	239,0

	BAF	Ngành	VNI
P/E trượt	22,1x	13,2x	12,8x
P/B hiện tại	2,5x	1,5x	1,7x
ROA	4,6%	2,9%	2,1%
ROE	16,2%	11,4%	13,0%

\*dữ liệu ngày 20/02/2025

### Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
BAF	3,2	6,9	5,2
Tương quan VNIndex	29,8	8,5	38,7

### Cơ cấu sở hữu

Siba Holdings	35,9%
Bùi Hương Giang	3,0%
Khác	61,1%

### Tổng quan doanh nghiệp

Được thành lập vào năm 2017, BAF tập trung vào chuỗi giá trị chăn nuôi lợn với 3 nhà máy sản xuất thức ăn chăn nuôi và 36 trang trại với quy mô trên 500.000 con lợn – nằm trong top 5 công ty chăn nuôi lớn nhất Việt Nam.

### Chuyên viên phân tích:



### Hà Thu Hiền

hien.hathu@vndirect.com.vn

## Định giá đã hợp lý dù triển vọng dài hạn tích cực

- Chúng tôi hạ khuyến nghị từ Khả quan xuống Trung lập đối với BAF với tiềm năng tăng giá 9,2%. Chúng tôi đã tăng giá mục tiêu thêm 4,1% trong khi giá cổ phiếu đã tăng 15,0% kể từ báo cáo gần nhất của chúng tôi.
- Chúng tôi tăng giá mục tiêu do điều chỉnh EPS và chuyển mô hình định giá sang năm 2025.
- Cổ phiếu đang giao dịch ở mức P/E trượt 12T là 22,1x, cao hơn mức trung bình ngành là 13,2x nhưng phù hợp với dự phóng tăng trưởng lợi nhuận 47,7% svck trong năm 2025.

### Tiêu điểm tài chính

- Doanh thu tăng 3,0% svck lên 1.579 tỷ đồng trong Q4/24, trong đó doanh thu 3F tăng 240,9% svck và biên LNG tăng 11,6% svck lên 21,3%.
- BAF dự kiến mở 15 trang trại mới, giúp tăng quy mô đàn lên 50% svck, hỗ trợ doanh thu 3F tăng 52,9% svck và củng cố vị thế trên thị trường.
- Chúng tôi dự phóng LN ròng tăng trưởng tích cực 48% svck trong 2025.

### Luận điểm đầu tư

#### Mở rộng năng lực chăn nuôi thúc đẩy tăng trưởng thị phần

BAF đang tích cực mở rộng quy mô sản xuất, với 15 trang trại mới dự kiến hoạt động vào năm 2025. Công ty cũng đã hoàn tất việc mua lại 13 công ty chăn nuôi vào cuối Q4/24, qua đó mở rộng quỹ đất trang trại và năng lực sản xuất. Những kế hoạch mở rộng này sẽ làm tăng đáng kể quy mô đàn của BAF, giúp công ty chiếm thêm thị phần từ các đối thủ nhỏ hơn đang rút lui do những hạn chế về quy định xây dựng trại theo Luật chăn nuôi.

#### Mở rộng mạng lưới phân phối củng cố kênh bán hàng

BAF đang đa dạng hóa mạng lưới bán hàng bằng cách tăng sự hiện diện tại các siêu thị như Go, Winmart và Aeon Mall ở miền Nam đồng thời mở rộng phạm vi tiếp cận các kênh khách sạn, nhà hàng ăn uống. Ngoài ra, mô hình nhượng quyền BAF Meat Shop của công ty giúp tăng cường doanh số bán hàng trực tiếp đến người tiêu dùng. Chiến lược này đảm bảo đầu ra sản phẩm và mở rộng khả năng tiếp cận thị trường của BAF, giảm sự phụ thuộc vào các kênh bán buôn truyền thống và tăng doanh thu.

#### Những thay đổi trong ngành chăn nuôi tạo ra cơ hội tăng trưởng dài hạn

Việc triển khai Luật Chăn nuôi 2025 đang mang lại lợi thế cho các doanh nghiệp quy mô lớn đáp ứng tiêu chuẩn như BAF. Khi các trang trại nhỏ lẻ rời khỏi thị trường, BAF sẽ có cơ hội mở rộng thị phần và củng cố tăng trưởng dài hạn. Bên cạnh đó, nhu cầu tiêu dùng ngày càng cao đối với thịt lợn sạch, chất lượng cao phù hợp với mô hình 3F của BAF, giúp công ty duy trì vị thế vững chắc trong bối cảnh chuyển đổi ngành chăn nuôi Việt Nam.

#### Tiềm năng tăng trưởng đã phản ánh trong giá

Giá cổ phiếu BAF đã tăng mạnh 22,7% trong ba tháng qua, nhờ xu hướng tích cực của giá lợn hơi, tăng 16,0% so với tháng 12/2024. Cổ phiếu BAF có mức tăng vượt trội so với VNINDEX (+3,3%) và các công ty cùng ngành như DBC (+2,6%) và HAG (+9,4%). Tuy nhiên, sau đợt tăng mạnh này, dư địa tăng giá hiện tại đã thu hẹp.

	2023	2024	2025	2026	2027
Tăng trưởng DT thuần	(26,6%)	6,8%	13,4%	17,8%	13,9%
Tăng trưởng EPS	(90,6%)	620,3%	47,7%	28,4%	31,8%
Biên lợi nhuận gộp	6,6%	13,3%	17,0%	18,0%	18,9%
Biên LN ròng	0,5%	5,8%	7,6%	8,2%	9,5%
P/E (x)	155,8	21,6	14,6	11,4	8,7
Rolling P/B (x)	2,2	2,4	2,3	2,1	1,8
ROAE	1,3%	16,2%	19,0%	23,0%	26,1%
Nợ ròng trên VCSH	92,5%	66,1%	79,2%	74,5%	35,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

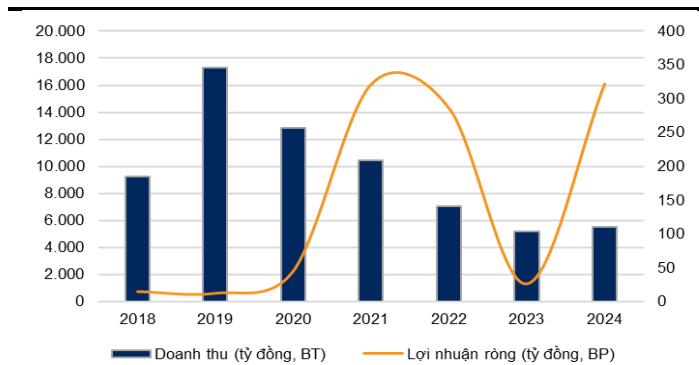
## Tổng quan doanh nghiệp: Ngôi sao mới nổi trong mô hình 3F

CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam (BAF) được thành lập vào tháng 4/2017 với vốn điều lệ ban đầu là 30 tỷ đồng (~1,2 triệu USD). BAF được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP Hồ Chí Minh từ T12/2021.

Hoạt động kinh doanh của BAF ban đầu tập trung vào kinh doanh nông sản tự nhiên đến T3/19, BAF đã tái cấu trúc hệ thống trang trại và phát triển kinh doanh sang mảng Thức ăn chăn nuôi và Thực phẩm. Theo ban lãnh đạo, kinh doanh nông sản có tiềm năng nhưng đặt ra nhiều thách thức cho một doanh nghiệp mới như BAF. Vì vậy, từ đầu năm 2020, công ty quyết định thay đổi chiến lược và hiện đang vận hành hệ thống Trang trại – Thức ăn chăn nuôi – Thực phẩm (3F) tích hợp theo chiều dọc.

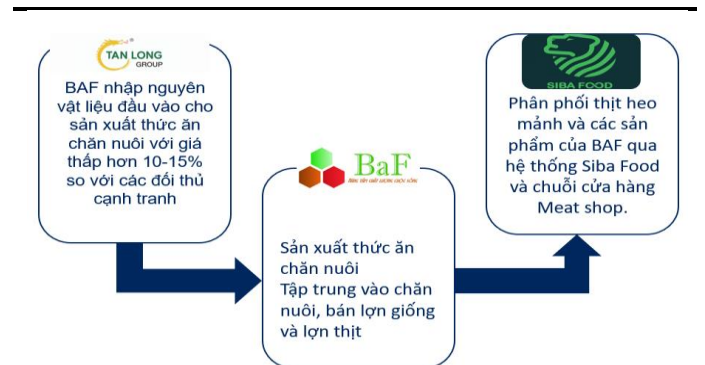
BAF là một mảnh ghép trong hệ sinh thái của Tập đoàn Tân Long - đơn vị dẫn đầu về nhập khẩu nguyên liệu thức ăn chăn nuôi tại Việt Nam. Tân Long không chỉ kinh doanh nông sản mà còn đầu tư chuỗi giá trị khép kín của ngành chăn nuôi. BAF là chìa khóa để Tập đoàn Tân Long thực hiện mô hình 3F. Nhờ sự hỗ trợ từ Tập đoàn Tân Long, BAF có thể tiếp cận nguồn nguyên liệu đầu vào với giá cả hợp lý và ổn định. Từ đó, chi phí thức ăn chăn nuôi của BAF thấp hơn 10-15% so với các đối thủ cạnh tranh, theo ban lãnh đạo.

Hình 1: DT và LN ròng của BAF giai đoạn 2018-24



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

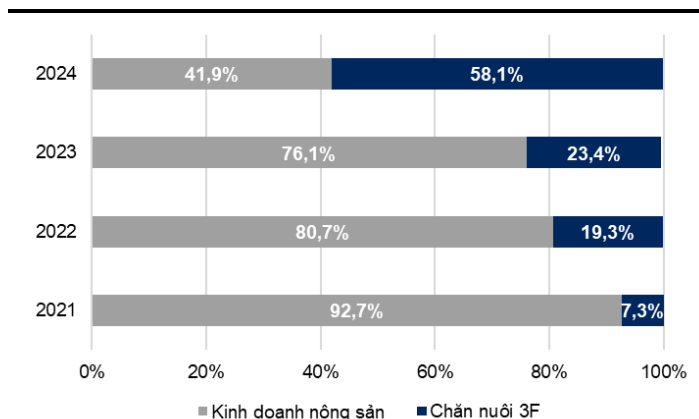
Hình 2: Hệ sinh thái của Tập đoàn Tân Long



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

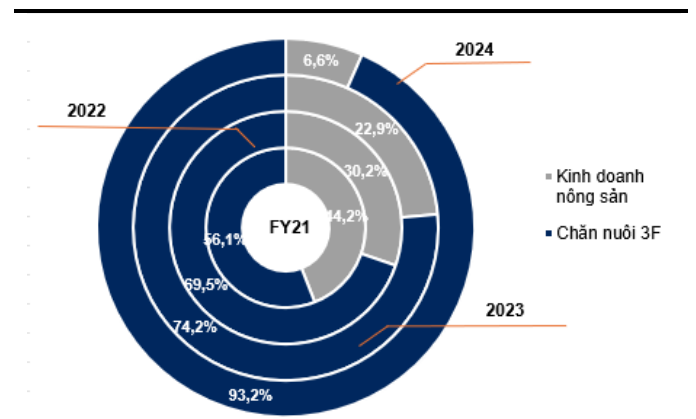
Công ty đang triển khai thành công chiến lược mở rộng mảng 3F. Trong năm 2024, doanh thu từ mảng 3F tăng 161,6% svck và chiếm 58,4% tổng doanh thu (cao hơn so với mức 23,8% trong năm 2023). Tuy nhiên, mảng 3F đóng góp 93,2% tổng lợi nhuận gộp với biên lợi nhuận gộp đạt 21,3%, cao hơn nhiều so với mức 2,1% trong mảng kinh doanh nông sản. Nhờ đó, biên lợi nhuận gộp BAF tăng 6,6 điểm % svck trong năm 2024.

Hình 3: Cơ cấu DT của BAF theo từng mảng kinh doanh (đơn vị: %)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 4: Cơ cấu LN gộp của BAF theo từng mảng kinh doanh (%)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Tóm tắt KQKD: Tập trung vào 3F thúc đẩy LN tăng mạnh

Hình 5: KQKD Q4/24

Tỷ đồng	Q4/23	Q4/24	% svck	2023	2024	% svck	Sv dự phóng
Doanh thu	1.579	1.626	3,0%	5.250	5.554	5,8%	98,7%
Kinh doanh nông sản	1.291	669	-48,2%	3.965	2.312	-41,7%	94,9%
Mãng 3F	281	958	240,9%	1.209	3.241	168,1%	101,8%
LN gộp	41	230	457,0%	340	738	117,1%	89,0%
Chi phí QL&BH	52	66	27,0%	191	251	31,4%	69,9%
Chi phí tài chính	(44)	(54)	22,7%	(127)	(201)	58,2%	128,0%
LN trước thuế	(44)	119	N/a	15	393	2521,5%	92,7%
LN ròng	(31)	108	N/a	20	323	1513,0%	95,2%
Biên LN gộp	2,5%	14,1%	11,6 đ %	6,5%	13,3%	6,8 đ %	-1,5 đ %
Biên LN ròng	-1,9%	6,7%	N/a	0,4%	5,8%	5,4 đ %	-0,2 đ %

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Doanh thu đi ngang, hỗ trợ từ mảng 3F trong khi mảng nông sản giảm mạnh

DT thuần của BAF trong Q4/24 tăng 3,0% svck/23,7% sv quý trước, đạt 1.644 tỷ đồng, trong đó:

- DT kinh doanh nông sản, chiếm khoảng 41,1% tổng DT (sv 77,5% trong Q4/23), giảm mạnh 48,2% svck, phù hợp với chiến lược của công ty trong việc thu hẹp quy mô mảng này để tập trung vào mảng kinh doanh 3F.
- Trong khi đó, DT mảng 3F tăng mạnh 240,9% svck đạt 958 tỷ đồng, chủ yếu nhờ sản lượng bán tăng 84,2% svck và giá bán trung bình tăng 85,2% svck. So với Q3/24, giá bán của BAF tăng 38,3% sv quý trước, nhờ vào việc giảm sản lượng bán lợn nái loại thải (với giá thấp hơn 30% - 40% sv giá lợn trung bình trên thị trường).

### Giá lợn trung bình tăng mạnh trước Tết Nguyên đán

Trong Q4/24, giá lợn trung bình tăng 25,9% svck, đạt 63.200 đồng/kg, chủ yếu do: 1) mức nền thấp trong Q4/23, 2) tác động ngắn hạn từ việc di dời và ngừng hoạt động các trang trại quy mô nhỏ do các quy định mới về khu vực chăn nuôi theo Luật Chăn nuôi, và 3) nhu cầu tiêu thụ thịt lợn tăng mạnh để chuẩn bị cho Tết Nguyên đán. Trong T1/2025, giá lợn tiếp tục tăng 29,7% svck và 5,0% sv tháng trước, đạt 68.000 đồng/kg. Chúng tôi dự phóng giá sẽ duy trì ở mức cao đến cuối Q2/25, khi các công ty 3F đang nỗ lực tái đàn vào cuối năm 2024 để bù đắp cho thiếu hụt nguồn cung sau khi Luật Chăn nuôi có hiệu lực. Do đó, biên LN gộp của 3F mở rộng 16,0 điểm % svck trong Q4/24. LN gộp của BAF trong Q4/24 tăng 5,6 lần svck, đạt 230 tỷ đồng. Theo đó, biên LN gộp của BAF trong Q4/24 tăng đáng kể 11,6 điểm % svck, chủ yếu nhờ vào sự đóng góp cao hơn của mảng 3F vào LN gộp, từ 34,2% trong Q4/23 lên 92,0% trong Q4/24.

### Lợi nhuận ròng tăng tốc nhờ mở rộng quy mô nhanh chóng

Vào T10/2024, BAF tiếp tục mở rộng nhanh chóng khi đưa vào hoạt động cụm trang trại Hải Hà tại tỉnh Quảng Ninh, với công suất 5.000 lợn nái và 60.000 lợn thịt. Bên cạnh đó, BAF đã hoàn tất việc mua lại 13 công ty chăn nuôi tính đến T1/2025. Theo ban lãnh đạo, các công ty này sở hữu quỹ đất và đang hoàn tất thủ tục pháp lý để xây dựng các trang trại, mỗi trang trại có công suất ước tính khoảng 5.000 lợn nái hoặc 30.000 lợn thịt. Do đó, LN ròng trong năm 2024 tăng 16,1 lần, đạt 323 tỷ đồng, hoàn thành 95,2% dự phóng cả năm của chúng tôi.

Hình 6: Bảng cân đối kế toán Q4/24

Tỷ đồng	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24
Tiền mặt	108	45	810	90	161
Số ngày phải thu	68	55	31	19	15
Số ngày tồn kho	86	140	143	166	136
Số ngày phải trả	130	168	138	133	106
Chi phí tài sản cố định	(291)	(157)	-254	(267)	(406)
Khấu hao	31	35	40	43	63
Tài sản cố định	1.615	1.529	1.777	1.800	2.375
Nợ/vốn chủ sở hữu	1,2	1,2	1,2	0,8	0,9

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Triển vọng 2025: Thuận buồn xuôi gió

### Điều chỉnh dự phóng 2025-26

Hình 7: Điều chỉnh dự phóng 2025-26

Đơn vị: tỷ đồng	Cũ			Mới				Chú thích
	2024	2025	2026	2025	% svck	2026	% svck	
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>5.554</b>	<b>5.981</b>	<b>6.488</b>	<b>6.298</b>	<b>13,4%</b>	<b>7.418</b>	<b>17,8%</b>	
Kinh doanh nông sản	2.312	1.476	1.030	1.398	-39,5%	995	-28,9%	Chúng tôi hạ giá định giá bán bình quân xuống 22,3%/21,7% trong 2025-26 nhằm phù hợp với số liệu năm 2024.
Màng 3F	3.204	4.502	5.456	4.897	52,9%	6.421	31,1%	Chúng tôi điều chỉnh tăng giá định sản lượng bán lên 11,4%/11,8% trong 2025-26 nhằm phản ánh mức mở rộng trang trại nhanh hơn dự kiến. Trong khi đó, chúng tôi tăng dự phóng giá bán lợn bình quân lên 6,2%/6,2% theo đà tăng giá gần đây trong Q1/25.
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>738</b>	<b>1.014</b>	<b>1.164</b>	<b>1.071</b>	<b>45,1%</b>	<b>1.332</b>	<b>24,4%</b>	
Biên LN gộp	13,3%	17,0%	17,9%	17,0%	3,7đ %	18,0%	1,0đ %	
<b>Chi phí BH và QLDN</b>	<b>251</b>	<b>281</b>	<b>328</b>	<b>306</b>	<b>21,9%</b>	<b>389</b>	<b>27,2%</b>	
% chi phí BH và QLDN/DT	4,5%	4,7%	5,1%	4,9%	0,3đ %	5,3%	0,4đ %	
<b>EBIT</b>	<b>487</b>	<b>733</b>	<b>835</b>	<b>765</b>	<b>57,1%</b>	<b>943</b>	<b>23,3%</b>	
Biên EBIT	8,8%	12,3%	12,9%	12,1%	3,4đ %	12,7%	0,6đ %	
<b>Chi phí tài chính</b>	<b>(219)</b>	<b>(175)</b>	<b>(163)</b>	<b>(237)</b>	<b>8,6%</b>	<b>(242)</b>	<b>2,0%</b>	
Chi phí lãi vay	(216)	(175)	(163)	(237)	9,9%	(242)	2,0%	Giá định chi phí lãi vay tăng 35,7%/48,1% trong 2025-26 sau khi chúng tôi nâng dự phóng nợ lên 3%/37,6% do chúng tôi cho rằng công ty sẽ tăng nợ vay để tài trợ cho các khoản đầu tư xây dựng trang trại.
<b>Chi phí thuế</b>	<b>69</b>	<b>88</b>	<b>103</b>	<b>84</b>	<b>21,6%</b>	<b>108</b>	<b>28,3%</b>	
Thuế suất	17,6%	15,0%	15,0%	15,0%	-2,6đ %	15,0%	0,0đ %	
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>323</b>	<b>498</b>	<b>583</b>	<b>477</b>	<b>47,7%</b>	<b>612</b>	<b>28,4%</b>	
Biên LN ròng	5,8%	8,3%	9,0%	7,6%	1,8đ %	8,2%	0,7đ %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Động lực tăng trưởng doanh thu màng 3F đến từ nhiều yếu tố

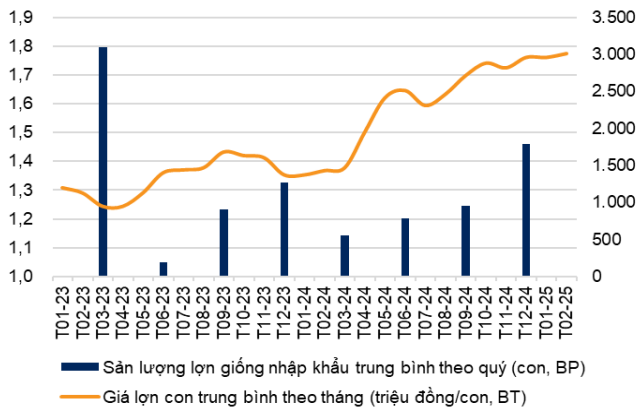
#### Giá lợn hơi tiếp tục tăng mạnh

Giá lợn hơi trung bình tăng 26,8% svck/3,4% sv tháng trước, đạt 70.100 đồng/kg trong tháng 2/2025, chủ yếu do nguồn cung thiếu hụt trong ngắn hạn. Chúng tôi cho rằng có nhiều yếu tố tác động đến nguồn cung lợn hơi trên thị trường như

- Cơ bão Yagi trong tháng 9 tại miền Bắc khiến hoạt động tái đàn bị gián đoạn kèm thêm dịch bệnh ASF bùng phát mạnh trong tháng 10-11/2024 ảnh hưởng tới nguồn cung lợn hơi ra thị trường. Trong khi đó nhu cầu tiêu thụ thịt tăng cao trong dịp Tết dẫn đến nguồn cung lợn hơi sau Tết bị thu hẹp đáng kể trong khi nhu cầu tiêu thụ trong mùa lễ hội đầu năm vẫn còn cao.
- Giá lợn giống tăng mạnh trong tháng 10-11/2024 trong khi giá lợn hơi giảm nhẹ so với tháng trước gây ảnh hưởng đến tâm lý tái đàn của nông hộ do lo ngại giá lợn hơi tiếp tục giảm có thể không bù đắp được giá mua giống đầu vào tăng.
- Nhiều nông hộ ngừng hoạt động từ tháng 12/2024 do không đáp ứng được yêu cầu về khu vực chăn nuôi theo Luật chăn nuôi mới có hiệu lực.

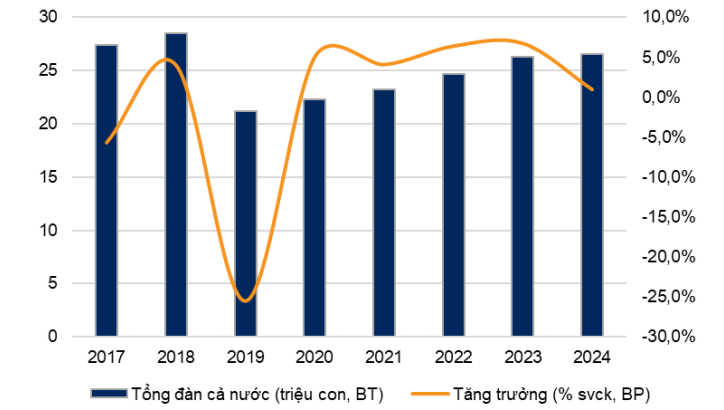
Chúng tôi kỳ vọng giá lợn hơi trung bình vẫn duy trì ở mức cao trong Q1/25 đạt mức VND70.000/kg-VND71.000/kg. Tuy nhiên giá sẽ hạ nhiệt dần vào cuối Q2/25 khi mùa lễ hội đầu năm kết thúc kéo theo nhu cầu tiêu thụ quay trở lại mức bình thường và nguồn cung thịt lợn dồi dào hơn đến từ việc các doanh nghiệp 3F và nông hộ nỗ lực tái đàn trong Q4/24.

**Hình 8: Giá lợn con và sản lượng nhập khẩu lợn giống giai đoạn 2023-24**



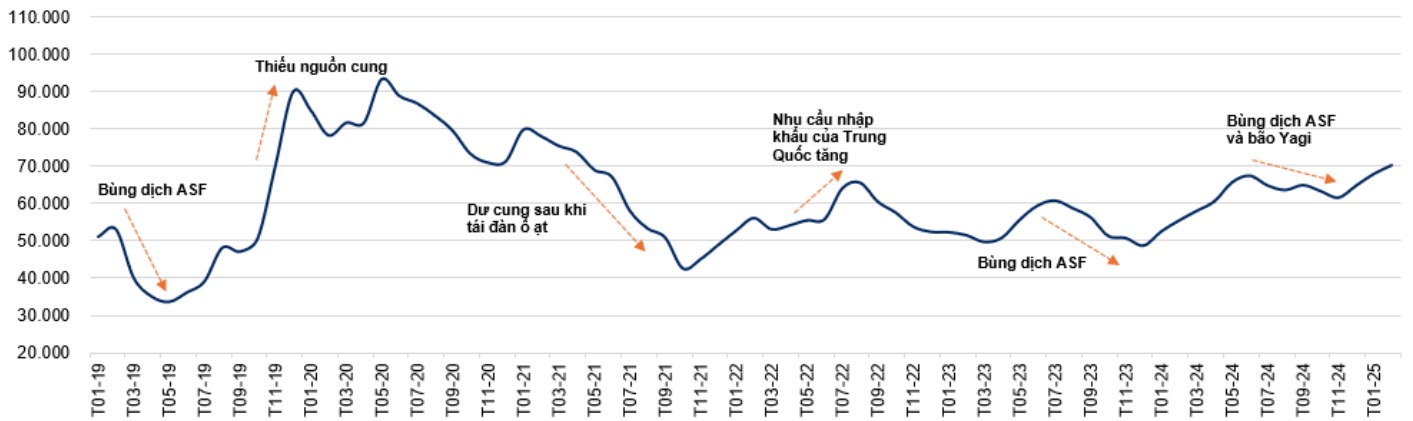
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, ANOVA FEED

**Hình 9: Tổng đàn lợn duy trì ổn định trong năm 2024**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, GSO

**Hình 10: Giá lợn hơi có xu hướng tăng sau đợt bùng phát dịch tả lợn châu Phi do thiếu hụt nguồn cung ngắn hạn (đơn vị: VND/kg)**



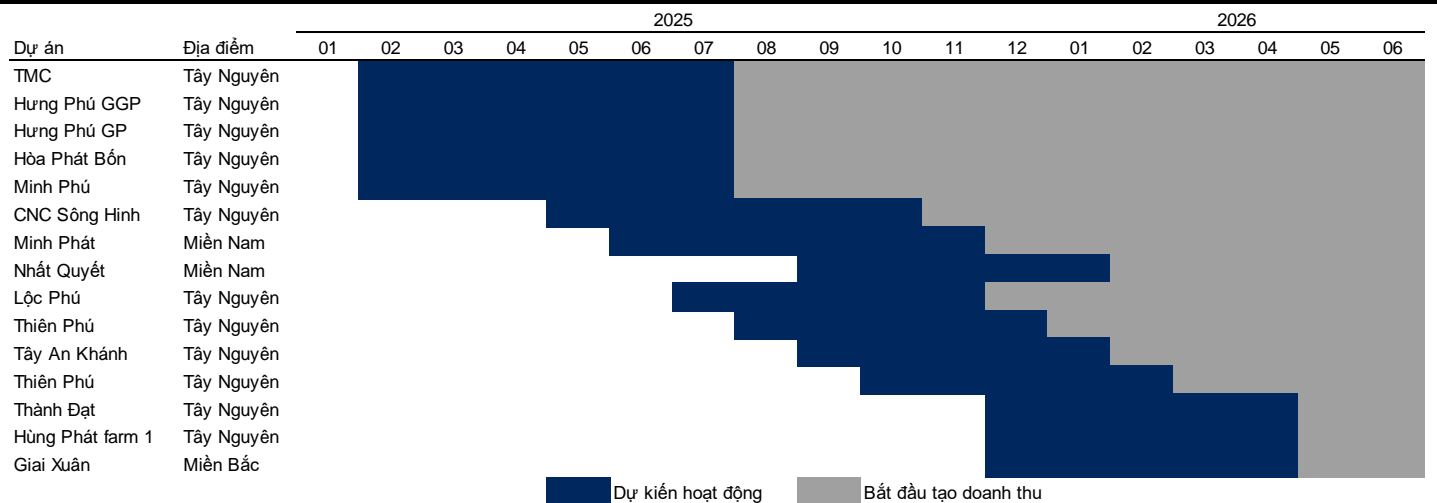
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Chuẩn bị sẵn sàng trong bối cảnh chuyển đổi ngành chăn nuôi

Luật chăn nuôi có hiệu lực từ năm 2025 đang mở ra cơ hội tăng trưởng thị phần cho các doanh nghiệp chăn nuôi 3F nhờ đáp ứng đủ yêu cầu về an toàn sinh học cũng như vùng chăn nuôi trong khi số lượng nông hộ giảm mạnh. Chúng tôi cho rằng BAF đã có sự chuẩn bị tốt từ năm 2024 khi liên tiếp đầu tư và đưa vào vận hành các trang trại mới bao gồm cụm trại Hải Đăng (5.000 heo nái, 60.000 heo thịt), trang trại Tân Châu (30.000 heo thịt), trang trại Tâm Hưng (5.000 heo nái), cụm trại Hải Hà (5.000 heo nái, 60.000 heo thịt). Theo đó, chúng tôi ước tính tổng đàn của BAF tăng 93,1% so với năm 2023.

Chúng tôi kỳ vọng BAF sẽ tiếp tục gia tăng thị phần trong năm 2025 do số lượng nông hộ giảm xuống trong khi tổng đàn của một số doanh nghiệp lớn cũng có thể bị ảnh hưởng do nguồn cung trước đó một phần đến từ việc liên kết với hộ chăn nuôi nhỏ lẻ. Trong năm 2025, BAF dự kiến đưa vào vận hành 15 trang trại mới, chủ yếu tập trung tại khu vực Tây Nguyên (hình 11). Chúng tôi ước tính các trang trại hoạt động sẽ kéo tổng đàn tăng 50% svck trong 2025. Trước đó trong Q4/24, BAF cũng đã hoàn thành việc mua lại 13 công ty chăn nuôi. Theo ban lãnh đạo, các công ty này sở hữu quỹ đất và đang trong quá trình hoàn thiện thủ tục pháp lý để triển khai xây dựng trang trại, với quy mô dự kiến mỗi trang trại đạt 5.000 lợn nái hoặc 30.000 lợn thịt theo ước tính của chúng tôi. Tuy nhiên, chúng tôi chưa đưa 13 trang trại này vào mô hình định giá do doanh nghiệp chưa công bố thời gian dự kiến đưa vào hoạt động.

**Hình 11: Kế hoạch mở rộng trang trại của BAF giai đoạn 2025-26**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 12: BAF đã hoàn thành việc mua lại 13 công ty chăn nuôi trong Q4/24**

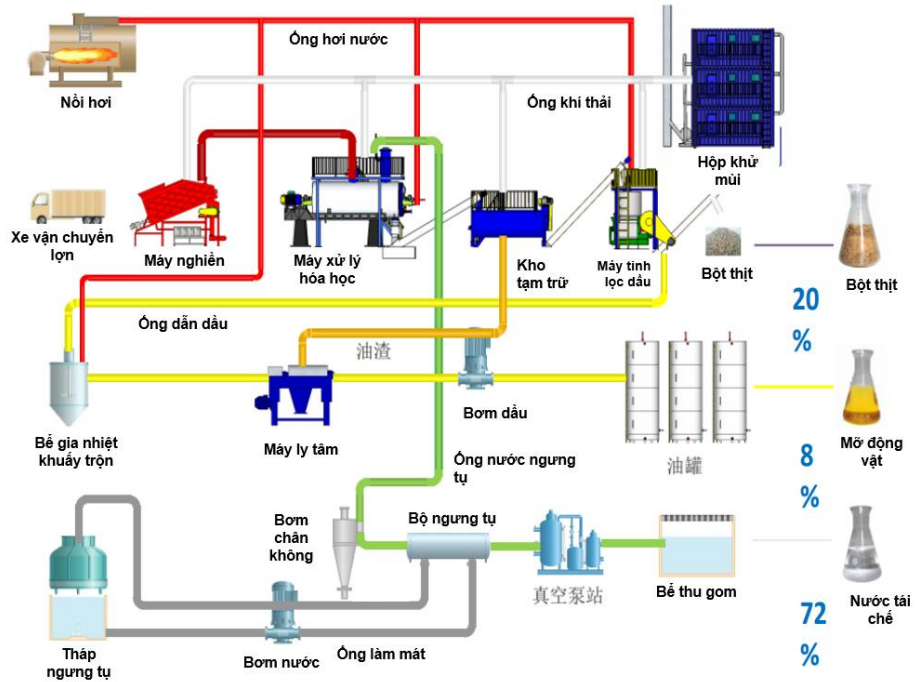
STT	Dự án	Địa điểm	Công suất dự kiến	
			Lợn giống	Lợn thịt
1	CT TNHH Sản xuất Rừng Xanh	Dak Lak	28.000	320.000
2	CT TNHH Nam Tiến	Dak Lak	2.500	30.000
3	CT TNHH Tuyệt Hoa Dak Lak	Dak Lak	5.600	
4	CTCP Thành Sen HT-QT	Quảng Trị	3.600	
5	CTCP Hoàng Kim HT-QT	Quảng Trị	3.600	
6	CTCP Việt Thái HT	Quảng Trị		36.000
7	CTCP Hoàng Kim QT	Quảng Trị		36.000
8	CTCP Toàn Thắng HT	Quảng Trị		36.000
9	CT TNHH Xuân Nghi Phát	Tây Ninh	7.500	
10	CT TNHH Hóa Phát Bốn	Gia Lai		36.000
11	CTCP Phát triển Nông Nghiệp Sạch Thanh Xuân	Thanh hóa	2.400	
12	CT TNHH Chăn nuôi Nhất Quyết	Bình Phước	4.500	
13	CT TNHH Chăn nuôi Minh phát	Bình Phước	4.500	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Thêm vào đó, trong buổi gặp mặt nhà đầu tư vào 10/02/2025, ban lãnh đạo cũng chia sẻ kế hoạch kết hợp với tập đoàn Muyuan theo hình thức góp vốn để xây trại nuôi lợn cao tầng công nghệ cao (6 tầng). Theo chúng tôi tìm hiểu, mô hình trang trại nuôi lợn công nghệ cao của Muyuan tại Trung Quốc gồm 6 tầng (tầng 6 cho lợn nái mang thai, tầng 5 lợn nái cho con bú, tầng 4 là heo cai sữa, tầng 1-3 cho heo thịt), đảm bảo khép kín quy trình chăn nuôi trong 1 tòa nhà. Ưu thế của mô hình chăn nuôi bao gồm:

- Tối ưu hóa diện tích đất: Xây dựng theo chiều cao giúp giảm nhu cầu mở rộng mặt bằng, sẽ tiết kiệm diện tích đất gấp 4 lần.
- Tích hợp hệ thống tự động hóa: Mô hình của Muyuan sử dụng hệ thống cho ăn, cung cấp nước, kiểm soát nhiệt độ, và xử lý chất thải tự động, giúp giảm chi phí lao động và nâng cao hiệu suất quản lý.
- Giảm chi phí năng lượng: Các trại tầng được thiết kế khép kín, giúp duy trì nhiệt độ ổn định, giảm chi phí sưởi ấm vào mùa đông và làm mát vào mùa hè.
- Kiểm soát dịch bệnh tốt hơn: Việc quản lý theo tầng giúp giảm sự lây lan dịch bệnh giữa các khu vực, thêm vào đó, tất cả hệ thống không khí ra vào trang trại đều được thanh lọc để chống lại bệnh tật, trong khi luồng ra cũng được đi qua hệ thống lọc để giảm mùi hôi. Điều này giúp hạn chế rủi ro về bệnh tật và chi phí điều trị.

Hình 13: Công nghệ xử lý môi trường từ Muyoan



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 14: Mô hình trại nuôi lợn nhiều tầng công nghệ cao của Muyoan



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 15: Hệ thống chăn nuôi tự động giúp giảm chi phí nhân công



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Mở rộng hệ thống phân phối đi cùng tăng trưởng quy mô đàn lợn**

Bên cạnh việc mở rộng quy mô đàn lợn, BAF cũng đang phát triển hệ thống phân phối nhằm đảm bảo đầu ra sản phẩm:

- Kênh thương lái: Chúng tôi kỳ vọng BAF sẽ tiếp tục gia tăng thị phần khi số lượng hộ chăn nuôi nhỏ lẻ giảm dần do tác động của Luật Chăn nuôi mới.
- Kênh siêu thị: Hiện tại, sản phẩm của BAF đã có mặt tại các hệ thống siêu thị lớn như Go, Winmart, Aeon Mall và Siba Food, chủ yếu tại khu vực miền Bắc. Ban lãnh đạo đã chia sẻ kế hoạch mở rộng vào thị trường miền Nam trong những năm tới.
- Kênh HORECA: Sau khi đưa sản phẩm vào hệ thống siêu thị, BAF đang tập trung mở rộng mạng lưới phân phối tại phân khúc nhà hàng – khách sạn. Hiện BAF cung cấp sản phẩm cho chuỗi nhà hàng "Cơm Ngon



Siba" do Công ty Siba Việt Nam vận hành, cùng với một số nhà hàng khác tại khu vực miền Nam.

- Chuỗi cửa hàng BAF Meat Shop: Ngoài các cửa hàng thịt do Siba Food mở, BAF đang tích cực mở rộng mô hình nhượng quyền. Các đối tác nhượng quyền được hỗ trợ về chi phí mở cửa hàng, cung cấp trang thiết bị cần thiết như tủ lạnh, máy xay thịt và đào tạo kỹ năng vận hành. Các cửa hàng BAF Meat Shop được bố trí gần hoặc trong các khu chợ truyền thống và khu dân cư đông đúc. Chúng tôi đánh giá mô hình này sẽ giúp BAF nhanh chóng mở rộng mạng lưới phân phối với mức đầu tư trên mỗi cửa hàng tương đối thấp.

Hình 16: Kênh HORECA của BAF



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 17: Mô hình chuỗi cửa hàng BAF meat Shop

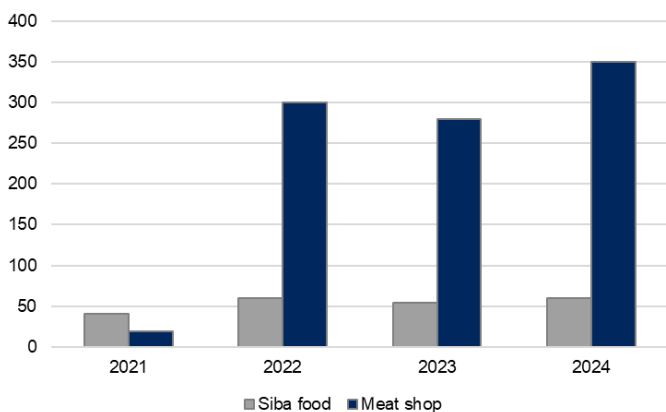


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi kỳ vọng nhờ vào nỗ lực mở rộng quy mô đàn lợn cùng với chiến lược đa dạng hóa kênh phân phối nhằm gia tăng độ phủ sản phẩm, sản lượng bán của mảng 3F sẽ tiếp tục tăng 46,7% svck trong năm 2025. Kết hợp với mức tăng giá bán dự kiến 3,0% svck, chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng 3F sẽ tăng trưởng mạnh 52,9% svck trong năm 2025.

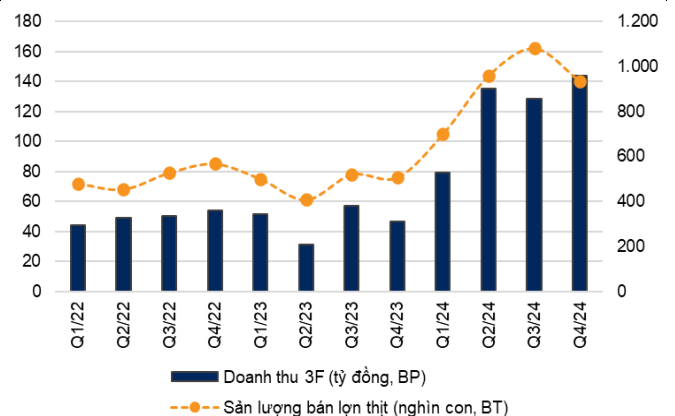
Trong khi đó, chúng tôi dự phóng doanh thu từ mảng kinh doanh nông sản sẽ giảm 39,5% svck trong năm 2025, phù hợp với chiến lược của công ty. Do đó, tổng doanh thu dự kiến sẽ tăng 13,4% svck, chủ yếu nhờ sự đóng góp của mảng 3F.

Hình 18: Chuỗi cửa hàng BAF meat shop tăng trưởng nhanh chóng



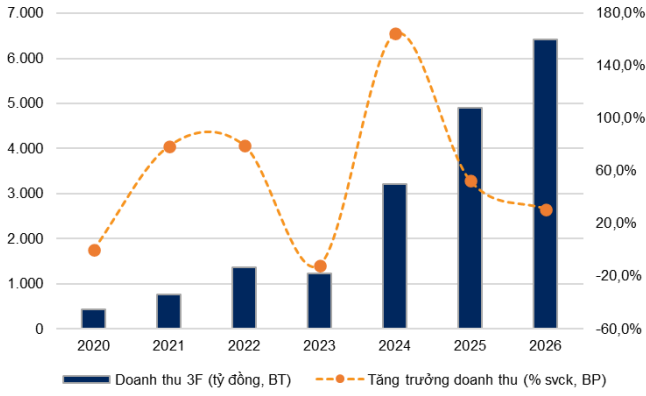
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 19: DT và sản lượng bán lợn của BAF trong giai đoạn 2022-24



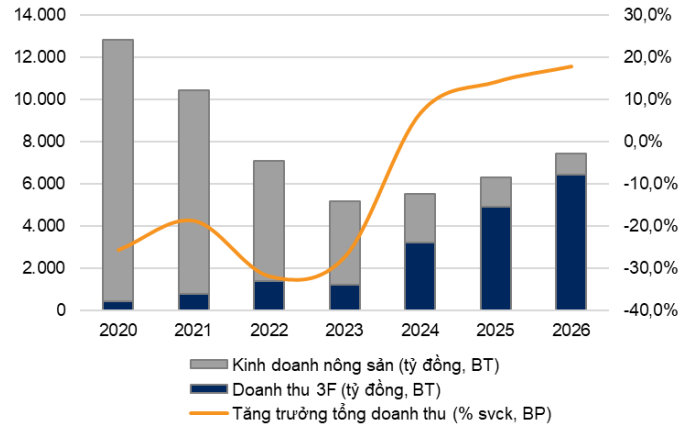
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 20: Chúng tôi kỳ vọng DT 3F tăng 52,9% svck trong năm 2025**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 21: Cơ cấu doanh thu thuần của BAF theo mảng kinh doanh**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Duy trì đà tăng trưởng lợi nhuận tích cực

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng của BAF sẽ tăng 48% svck trong năm 2025 nhờ:

- Doanh thu tăng 13,4% svck, chủ yếu nhờ vào mức tăng trưởng mạnh 52,9% svck của mảng 3F.
- Biên lợi nhuận gộp của mảng 3F được dự báo mở rộng thêm 0,3 điểm % svck, đóng góp 97,8% vào tổng lợi nhuận gộp của BAF (tăng từ 93,2% trong năm 2024). Nhờ đó, biên lợi nhuận gộp tổng có thể tăng 3,8 điểm % svck trong năm 2025.
- Chi phí lãi vay dự kiến tăng 9,7% svck trong năm 2025 do nhu cầu vay nợ cao hơn để tài trợ cho kế hoạch đầu tư. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng điều này sẽ được bù đắp bởi sự cải thiện đáng kể trong biên lợi nhuận gộp.

## Định giá: Hạ khuyến nghị từ KHẢ QUAN xuống TRUNG LẬP

Trong ba tháng qua, giá cổ phiếu BAF đã tăng 22,7%, hưởng lợi từ đà tăng tích cực của giá lợn hơi, với mức tăng 16,0% so với tháng 12/2024. Hiệu suất cổ phiếu BAF vượt trội so với VNINDEX (tăng 3,3%) và các công ty cùng ngành như DBC (2,6%) và HAG (9,4%). Tuy nhiên, do dư địa tăng giá hiện tại đã bị thu hẹp, chúng tôi điều chỉnh hạ khuyến nghị từ Khả quan xuống Trung lập đối với BAF.

Định giá của chúng tôi dựa trên phương pháp kết hợp trọng số bằng nhau giữa DCF và EV/EBITDA. Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu tăng nhẹ 4,1%, phản ánh các tác động từ:

- Mô hình DCF 8 năm: 1) Điều chỉnh giảm dự phóng EPS năm 2025 xuống 4,3% nhưng nâng dự phóng EPS năm 2026 thêm 4,9%. 2) Tăng WACC từ 7,5% lên 8,2% do điều chỉnh lãi suất phi rủi ro từ 2,63% lên 3,0% (dựa trên lợi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm tính đến ngày 31/12) và áp dụng mức bù rủi ro 8,35% theo cập nhật của [Damodaran](#) vào tháng 1/2025.
- Phương pháp EV/EBITDA: Chuyển định giá sang năm 2025.

**Tiềm năng tăng giá bao gồm:** 1) Nhu cầu tiêu thụ thịt cao hơn dự kiến, 2) Giá lợn hơi tăng mạnh hơn kỳ vọng và 3) BAF đưa 13 trang trại mới mua lại trong Q4/24 vào hoạt động, hiện tại chúng tôi chưa đưa các trang trại này vào mô hình định giá.

**Rủi ro giảm giá bao gồm:** 1) Mức tiêu thụ thịt tại Việt Nam thấp hơn dự kiến, 2) Tiến độ xây dựng các trang trại mới chậm hơn kế hoạch, và 3) Giá nguyên liệu thức ăn chăn nuôi tăng nhanh hơn dự kiến.

Hình 22: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	33.619	50%	16.809
EV/EBITDA	33.000	50%	16.500
Giá trung bình (đ/cp)			33.309
Giá mục tiêu (đ/cp)			<b>33.300</b>
P/E (x)			16,7

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 23: Phương pháp EV/ EBITDA

EBITDA 2024 (tỷ đồng)	1.041
Hệ số EV/EBITDA mục tiêu (lần)	9,5
Tổng nợ (tỷ đồng)	2.563
Lợi ích cổ đông thiểu số (tỷ đồng)	1
Tiền và tương đương tiền (tỷ đồng)	506
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	<b>7.834</b>
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	239,0
<b>Giá cổ phiếu (đ/cp)</b>	<b>33.000</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 24: Giá định

Chi phí sử dụng vốn	
Beta	0,8
Phần bù rủi ro thị trường	8,4%
Lãi suất phi rủi ro	3,0%
Chi phí vốn CSH	9,3%
Chi phí sử dụng nợ	8,5%
Thuế DN	15,0%
WACC	8,2%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 25: Giá mục tiêu (DCF)

Phương pháp DCF	Giá trị	Đơn vị
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	4.320	tỷ đồng
Giá trị hiện tại của năm cuối mô hình	6.276	tỷ đồng
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>10.596</b>	<b>tỷ đồng</b>
Nợ ròng	(2.560)	tỷ đồng
Giá trị vốn CSH	8.036	tỷ đồng
SL cổ phiếu	239	triệu
<b>Giá cổ phiếu</b>	<b>33.619</b>	<b>đồng/cp</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 26: Định giá DCF – Tóm tắt dự phóng dòng tiền (FCF)

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
<b>EBIT</b>	<b>765</b>	<b>943</b>	<b>1.126</b>	<b>1.231</b>	<b>1.284</b>	<b>1.337</b>	<b>1.393</b>	<b>1.314</b>
Khấu hao	276	420	546	601	649	701	757	883
Đầu tư tài sản cố định	(1.439)	(1.261)	(547)	(481)	(520)	(562)	(607)	(655)
Thay đổi vốn lưu động	208	63	111	295	333	365	399	437
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>(189)</b>	<b>166</b>	<b>1.236</b>	<b>1.645</b>	<b>1.746</b>	<b>1.841</b>	<b>1.943</b>	<b>1.979</b>
Chi phí thuế	(84)	(108)	(143)	(160)	(173)	(180)	(191)	(177)
<b>Dòng tiền tự do doanh nghiệp</b>	<b>(273)</b>	<b>58</b>	<b>1.093</b>	<b>1.486</b>	<b>1.573</b>	<b>1.661</b>	<b>1.752</b>	<b>1.802</b>
Giá trị năm cuối mô hình								12.749
<b>Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do</b>	<b>(252)</b>	<b>49</b>	<b>862</b>	<b>1.082</b>	<b>1.058</b>	<b>1.032</b>	<b>1.006</b>	<b>956</b>
Giá trị hiện tại của giá trị năm cuối mô hình								6.276

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 27: So sánh các DN khác trong ngành (dữ liệu ngày 20/02/2025)

Công ty	Quốc gia	Doanh thu		LN ròng		D/E	ROE	P/E		P/B	EV/EBITDA	
		Vốn hóa	trượt	trượt	trượt			trượt	P/E điều chỉnh			
		Tr USD	12T	svck	12T	svck	x	%	x	x	2024	
Charoen pokphand foods PUB	Thái Lan	5.625	16.249	(3,0)	544	N/a	171,7	6,9	15,9	12,9	0,8	10,9
Thai union group PCL	Thái Lan	1.475	3.928	1,7	172	N/a	121,7	9,3	19,7	16,0	1,1	9,9
Tập đoàn Dabaco VN	Việt Nam	365	542	22,2	31	2975,4	84,1	13,5	12,1	12,1	1,5	7,7
Masan MEATLife	Việt Nam	446	304	46,0	(23)	(165)	109	(7,4)	N/a	N/a	1,5	N/a
Hoàng Anh Gia Lai	Việt Nam	528	226	(11,6)	42	-39,3	76,2	13,5	13,2	13,2	1,6	9,6
Henan Shuanghui Investment & D	Trung Quốc	12.339	8.034	(10,2)	635	(23,0)	53,6	22,6	20,0	16,8	4,5	N/a
Trung bình			4.880	7,5	234	687	96	11,4	15,9	13,2	1,5	9,7
Trung vị			2.235	(0,7)	107	(31,1)	102,7	9,7	16,2	14,2	1,8	9,5
<b>CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam</b>	<b>Việt Nam</b>	<b>286</b>	<b>222</b>	<b>6,8</b>	<b>12,9</b>	<b>394,9</b>	<b>87,7</b>	<b>13,4</b>	<b>22,1</b>	<b>22,1</b>	<b>2,5</b>	<b>8,5</b>

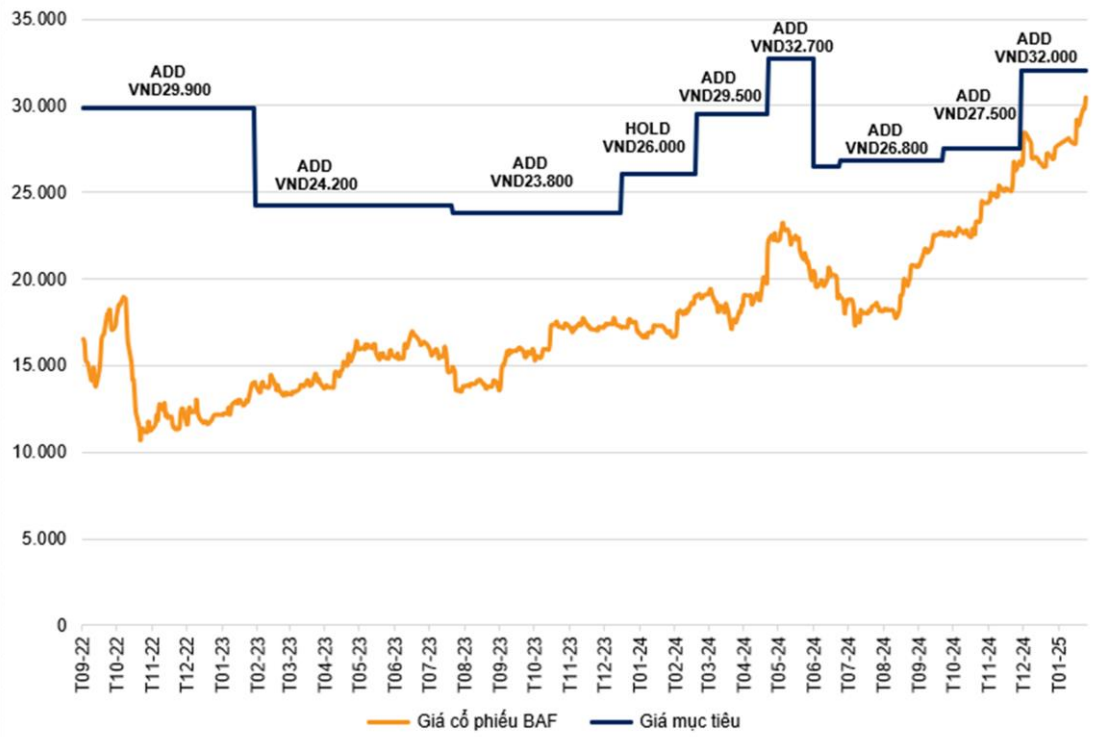
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 28: Phân tích độ nhạy của định giá

Tăng trưởng dài hạn	Chi phí vốn						
	7,8%	8,3%	8,8%	9,3%	9,8%	10,3%	10,8%
0,5%	42.886	40.162	37.660	35.347	33.196	31.201	29.343
1,0%	42.551	39.769	37.221	34.874	32.698	30.690	28.824
1,5%	42.128	39.279	36.685	34.305	32.108	30.084	28.209
<b>2,0%</b>	<b>41.593</b>	<b>38.673</b>	<b>36.029</b>	<b>33.615</b>	<b>31.397</b>	<b>29.364</b>	<b>27.485</b>
2,5%	40.907	37.915	35.217	32.774	30.540	28.498	26.624
3,0%	40.024	36.953	34.209	31.736	29.489	27.452	25.590
3,5%	38.869	35.715	32.928	30.439	28.197	26.176	24.339

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Lịch sử định giá



## Báo cáo kết quả kinh doanh

(Tỷ VND)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Doanh thu thuần	17.288	12.846	10.434	7.083	5.199	5.554	6.298	7.418
Kinh doanh nông sản	16.863	12.415	9.671	5.732	3.934	2.312	1.398	995
3F	621	522	1.018	1.370	1.211	3.204	4.897	6.421
Giá vốn hàng bán	(17.092)	(12.650)	(9.947)	(6.558)	(4.856)	(4.816)	(5.227)	(6.085)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>196</b>	<b>195</b>	<b>488</b>	<b>525</b>	<b>343</b>	<b>738</b>	<b>1.071</b>	<b>1.332</b>
Chi phí quản lý DN	(8)	(15)	(54)	(88)	(100)	(138)	(165)	(206)
Chi phí bán hàng	(9)	(17)	(70)	(160)	(193)	(251)	(306)	(389)
<b>LN hoạt động</b>	<b>187</b>	<b>179</b>	<b>418</b>	<b>366</b>	<b>151</b>	<b>487</b>	<b>765</b>	<b>943</b>
EBITDA thuần	193	196	450	424	255	667	1.041	1.363
Chi phí khấu hao	6	17	32	59	105	180	276	420
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>187</b>	<b>179</b>	<b>418</b>	<b>366</b>	<b>151</b>	<b>487</b>	<b>765</b>	<b>943</b>
Thu nhập tài chính	7	4	5	8	38	18	28	13
Chi phí tài chính	(180)	(119)	(32)	(31)	(155)	(219)	(237)	(242)
Thu nhập ròng khác	3	(6)	0	(5)	(9)	107	6	7
Thu nhập từ các công ty LDLK	0	0	(1)	1	0	0	0	0
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>16</b>	<b>58</b>	<b>390</b>	<b>339</b>	<b>25</b>	<b>393</b>	<b>562</b>	<b>721</b>
Chi phí thuế	(3)	(12)	(69)	(51)	6	(69)	(84)	(108)
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>13</b>	<b>46</b>	<b>322</b>	<b>288</b>	<b>30</b>	<b>324</b>	<b>478</b>	<b>613</b>

## Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VND)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Tiền & Tương đương tiền	29	68	241	151	95	161	202	158
Đầu tư tài chính ngắn hạn	11	17	57	100	327	268	304	358
Các khoản phải thu ngắn hạn	5.072	3.519	2.765	1.314	890	194	63	74
Hàng tồn kho	907	989	1.088	882	1.593	2.152	2.440	2.800
Tài sản ngắn hạn khác	0	8	12	27	28	39	44	52
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>6.036</b>	<b>4.665</b>	<b>4.330</b>	<b>2.663</b>	<b>3.148</b>	<b>3.130</b>	<b>3.381</b>	<b>3.790</b>
Tài sản cố định	45	213	334	889	1.430	2.351	3.513	4.353
Tổng tài sản đầu tư	15	35	44	30	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	115	195	275	570	864	1.027	1.165	1.372
<b>Tổng tài sản</b>	<b>6.338</b>	<b>5.246</b>	<b>5.457</b>	<b>4.729</b>	<b>6.534</b>	<b>7.467</b>	<b>9.301</b>	<b>10.922</b>
Nợ vay ngắn hạn	1.844	10	15	264	704	842	954	1.124
Phải trả người bán ngắn hạn	4.105	4.529	3.774	1.901	2.188	1.802	2.169	2.555
Phải trả ngắn hạn khác	12	24	49	63	33	49	41	48
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>5.967</b>	<b>4.616</b>	<b>3.851</b>	<b>2.292</b>	<b>3.011</b>	<b>2.783</b>	<b>3.267</b>	<b>3.885</b>
Nợ vay dài hạn	60	64	149	693	1.156	1.262	1.608	1.489
Phải trả dài hạn khác	192	0	3	2	458	481	1.446	2.254
Vốn góp của chủ sở hữu	100	500	780	1.435	1.435	2.390	2.390	2.390
Lợi nhuận giữ lại	20	66	387	299	325	403	581	894
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>120</b>	<b>566</b>	<b>1.455</b>	<b>1.743</b>	<b>1.908</b>	<b>2.940</b>	<b>2.980</b>	<b>3.294</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Tổng nợ và VCSH</b>	<b>6.338</b>	<b>5.246</b>	<b>5.457</b>	<b>4.729</b>	<b>6.534</b>	<b>7.467</b>	<b>9.301</b>	<b>10.922</b>

## Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ VND)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Lợi nhuận trước thuế	16	58	390	339	25	393	562	721
Khấu hao	6	17	32	59	105	180	276	420
Thuế đã nộp	(2)	(4)	(63)	(18)	(58)	(15)	(84)	(108)
Các khoản điều chỉnh khác	173	131	(26)	68	156	274	192	312
Thay đổi vốn lưu động	(420)	1.633	(207)	(677)	(600)	(986)	208	63
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>(230)</b>	<b>1.823</b>	<b>157</b>	<b>(269)</b>	<b>(420)</b>	<b>(319)</b>	<b>963</b>	<b>1.097</b>
Đầu tư TSCĐ	(20)	(192)	(482)	(504)	(1.012)	(1.084)	(1.439)	(1.261)
Thu từ thanh lý, nhượng bán TSCĐ	0	2	24	0	24	476	0	0
Các khoản khác	49	(89)	(179)	(70)	(180)	59	59	69
Thay đổi tài sản dài hạn khác	9	2	4	(4)	13	12	0	0
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT</b>	<b>38</b>	<b>(276)</b>	<b>(633)</b>	<b>(579)</b>	<b>(1.155)</b>	<b>(538)</b>	<b>(1.380)</b>	<b>(1.191)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	400	280	66	0	96	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0	0	0	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	216	(1.908)	89	758	1.381	219	458	50
Dòng tiền từ HĐ tài chính khác	0	0	0	0	0	(2)	0	0
Cổ tức	0	0	0	0	0	(4)	0	0
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC</b>	<b>216</b>	<b>(1.508)</b>	<b>648</b>	<b>758</b>	<b>1.519</b>	<b>923</b>	<b>458</b>	<b>50</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	6	29	68	241	151	95	161	202
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	23	39	173	(89)	(56)	66	41	(44)
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>29</b>	<b>68</b>	<b>241</b>	<b>151</b>	<b>95</b>	<b>161</b>	<b>202</b>	<b>158</b>

## Chỉ số tài chính

Chỉ số định giá	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
EPS (VND)	1.296	917	2.242	1.998	187	1.350	1.994	2.560
P/E	N/a	N/a	6,1	6,2	92,8	20,8	14,6	11,4
PEG 1 năm	N/a	N/a	0,0	-0,6	-1,0	0,0	0,3	0,4
P/S	N/a	N/a	0,3	0,4	0,7	1,2	1,1	0,9
P/B	N/a	N/a	0,7	1,0	1,3	2,3	2,3	2,1
Tỷ suất cổ tức	N/a	N/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	N/a	N/a	0,0%	0,0%	0,0%	1,3%	0,0%	0,0%
<b>Chỉ số tăng trưởng</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Tăng trưởng doanh thu	87,4%	-25,7%	-18,8%	-32,1%	-26,6%	6,8%	13,4%	17,8%
Tăng trưởng LN gộp	58,5%	-0,3%	149,8%	7,8%	-34,7%	115,0%	45,1%	24,4%
Tăng trưởng LN ròng	-16,1%	253,6%	602,0%	-10,9%	-90,6%	1099,5%	47,7%	28,4%
Tăng trưởng EPS	-16,1%	-29,3%	144,6%	-10,9%	-90,6%	620,3%	47,7%	28,4%
<b>Chỉ số hiệu quả sinh lời</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Biên LN gộp	1,1%	1,5%	4,7%	7,4%	6,6%	13,3%	17,0%	18,0%
Biên EBITDA	1,1%	1,5%	4,3%	6,0%	4,9%	12,0%	16,5%	18,4%
Biên LN hoạt động	1,1%	1,4%	4,0%	5,2%	2,9%	8,8%	12,1%	12,7%
Biên LN ròng	0,1%	0,4%	3,1%	4,1%	0,6%	5,8%	7,6%	8,3%
ROAA	0,3%	1,0%	7,3%	6,7%	0,4%	5,6%	6,7%	7,1%
ROAE	14,3%	16,9%	38,7%	21,2%	1,3%	16,2%	19,0%	23,0%
<b>Chỉ số đòn bẩy</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Khả năng trả lãi vay (EBIT/Lãi vay)	0,1	0,5	47,3	9,3	0,2	1,8	2,4	3,0
EBITDA/(Lãi vay + CAPEX)	1,0	0,6	0,9	0,8	0,2	0,5	0,6	0,9
Nợ vay/ Vốn	0,9	0,1	0,1	0,4	0,5	0,4	0,5	0,4
Nợ vay/ VCSH	15,9	0,1	0,1	0,5	1,0	0,7	0,9	0,8
Nợ vay ròng/ VCSH	15,6	(0,0)	(0,1)	0,4	0,8	0,6	0,7	0,6
<b>Chỉ số thanh khoản</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Vòng quay tổng tài sản	3,4	2,2	1,9	1,4	0,9	0,8	0,8	0,7
Vòng quay khoản phải thu	4,3	3,0	3,3	3,5	4,7	10,2	49,1	108,8
Số ngày phải thu	84,2	120,4	108,4	103,6	76,3	35,1	7,3	3,3
Vòng quay khoản phải trả	5,7	2,9	2,4	2,3	2,4	2,4	2,6	2,6
Số ngày phải trả	63,1	122,8	150,3	155,8	151,6	149,1	136,7	139,7
Vòng quay hàng tồn kho	26,0	13,3	9,6	6,7	3,9	2,6	2,3	2,3
Số ngày tồn kho	13,8	27,0	37,6	54,1	91,7	140,0	158,1	155,0
Hệ số thanh toán hiện hành	3,3	456,9	297,6	10,1	4,5	3,7	3,5	3,4
Hệ số thanh toán nhanh	0,0	1,1	1,8	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2



## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

### KHUNG KHUYẾN NGHỊ

#### Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên.
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%.
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%.

*Tổng lợi nhuận kỳ vọng của một cổ phiếu được định nghĩa là tổng: (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá hiện tại và (ii) tỷ suất cổ tức ròng kỳ hạn của cổ phiếu. Giá mục tiêu cổ phiếu có thời hạn đầu tư là 12 tháng.*

#### Xếp hạng ngành

Định nghĩa:

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền.
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền.
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền.

### Barry Weisblatt – Giám đốc Phân tích

Email: [barry.weisblatt@vndirect.com.vn](mailto:barry.weisblatt@vndirect.com.vn)

### Phạm Thị Bích Ngọc – Trưởng phòng

Email: [ngoc.phambich@vndirect.com.vn](mailto:ngoc.phambich@vndirect.com.vn)

### Hà Thu Hiền – Chuyên viên Phân tích

Email: [hien.hathu@vndirect.com.vn](mailto:hien.hathu@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>