

## + Vài nét về doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Nông nghiệp BaF Việt Nam (“BaF”) được thành lập vào năm 2017 là một trong các Công ty dẫn đầu về di truyền giống và chăn nuôi heo tại Việt Nam. Tân dụng ưu thế từ mảng cung ứng Nguyên vật liệu thức ăn chăn nuôi, BaF hoạt động trong lĩnh vực chăn nuôi Heo, chế biến và cung ứng thực phẩm sạch đến tận tay người tiêu dùng, hướng đến mục tiêu xây dựng mô hình Feed – Farm – Food khép kín.

## TIỀM NĂNG MỚI TỪ TĂNG QUY MÔ ĐÀN

### ĐÁNH GIÁ: MUA

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** và nâng giá mục tiêu lên **30.549 đồng/cp**, tương ứng P/E 16x trong bối cảnh thị trường thịt heo tích duy trì tích cực trước thềm Tết nguyên đán và các doanh nghiệp chăn nuôi được hưởng lợi từ Luật chăn nuôi.

### CẬP NHẬT KQKD:

Trong 9T/2024, DTT và LNST của BAF đạt lần lượt là 3.927 tỷ (tăng 8,2% yoy) và 215 tỷ (tăng 306% yoy). Trong đó, mảng nông sản có DTT và LNG giảm lần lượt là 39% và 44% yoy, mảng chăn nuôi có DTT và LNG tăng lần lượt là 146% và 99% yoy. Doanh nghiệp đã theo sát kế hoạch dịch chuyển mạnh sang mảng chăn nuôi. Bên cạnh đó, tăng trưởng từ mảng chăn nuôi chủ yếu đến từ việc giá heo hơi tăng 12% yoy và giá ngũ cốc giảm khoảng 18% yoy, giúp cho doanh thu và biên lợi nhuận cùng gia tăng mạnh mẽ.

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Cơ cấu chăn nuôi chuyển dần từ hộ nhỏ lẻ sang các doanh nghiệp lớn.** Luật chăn nuôi sẽ chính thức có hiệu lực từ 2025, theo đó đẩy nhanh quá trình dịch chuyển thị phần từ các hộ chăn nuôi nhỏ lẻ sang các doanh nghiệp lớn

**Giá heo được dự báo sẽ tạo đỉnh ở cuối năm 2024 và bắt đầu điều chỉnh trong năm 2025.** Chúng tôi kỳ vọng mặt bằng giá thịt heo sẽ ổn định vào mùa cao điểm cuối năm trước thềm Tết nguyên đán. Tuy nhiên, chúng tôi cũng quan sát thấy tốc độ tái đàn đã tăng dần trở lại, thể hiện qua lượng heo giống nhập khẩu bắt đầu tăng mạnh vào cuối quý 2 và quý 3. Giá heo duy trì ở mức cao trong khi chi phí nuôi giảm (giá ngũ cốc đang khá thấp) có vẻ như đã kích hoạt nguồn cung, và sẽ bắt đầu có tác động kể từ năm sau.

**Động lực tăng trưởng dài hạn nhờ nỗ lực mở rộng đàn và tối ưu quy trình chăn nuôi.** Cho đến nửa đầu năm 2025, BAF sẽ tiếp tục đưa vào hoạt động nhiều trang trại với tổng công suất gần 20.000 heo nái và 162.000 heo thịt. Ngoài ra, doanh nghiệp cũng ký kết hợp tác với Tập đoàn Muyuan để triển khai nuôi heo trong trại 6 tầng, vận dụng kỹ thuật chăn nuôi hiện đại để nâng cao năng suất và giảm thiểu chi phí.

### Khuyến nghị

### MUA

Giá mục tiêu	<b>30.549</b>
Tiềm năng tăng giá	21%
Cổ tức (tiền mặt/cp)	0%
Tỷ suất sinh lời	21%

### Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Chăn nuôi
Thị giá (11/12/2024)	25,2
Biến động 1 năm	17,3 – 25
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	3.387.489
Vốn hóa (Tỷ đồng)	5.939,69
P/E	22,65x
P/B	2,11x
%NN sở hữu	2,21%

### Diễn biến giá



	3T	6T	12T
<b>BAF</b>	39,7%	11,7%	43,2%
<b>VNindex</b>	-2,6%	-3,7%	11,2%

### Tỷ lệ sở hữu

Chủ tịch và người liên quan	35,9%
Quỹ ngoại	0%

### Chuyên viên phân tích

Phạm Thu Hoàng

[pthuong@vcbs.com.vn](mailto:pthuong@vcbs.com.vn) - 024 3936 6990 ext 7184

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

Chi tiêu tài chính	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ VND)	10.434	7.083	5.250	7.988	8.696
Tăng trưởng DT	-18,8%	-32,1%	-25,9%	52%	9%
LNST (tỷ VND)	322	287	20	269	304
Tăng trưởng LNST	602,0%	-10,9%	-93,0%	1247%	13%
Nợ/TTS (%)	3,0%	20,2%	35,2%	42,8%	44,1%
TS LN gộp (%)	4,7%	7,4%	6,5%	9,3%	10,8%
ROE – TTM (%)	22,1%	16,5%	1,2%	14,5%	14,4%
EPS - TTM (đồng)	2.672	2.592	163	1.873	2.116

**CẬP NHẬT TÌNH HÌNH NGÀNH CHĂN NUÔI HEO**

**Diễn biến ngành chăn nuôi heo 11T2024**

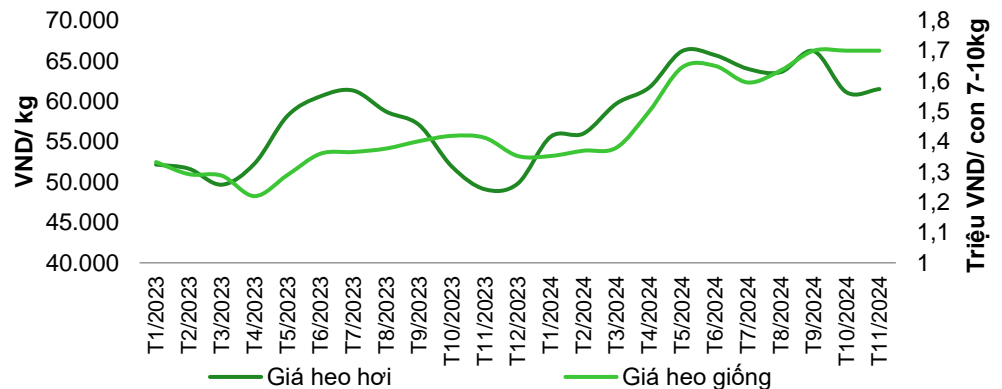
Đà tăng giá chứng lại, bắt đầu có dấu hiệu bán chạy đàn khiến giá heo điều chỉnh giảm vào những tháng cuối năm.

Giá heo hơi sau khi tạo đáy từ tháng 11/2023 đã **ghi nhận mức tăng khá mạnh trong 2 quý đầu năm 2024**, từ 55.000 đồng/kg đạt đỉnh vào tháng 5 ở mức 66.000 đồng/kg do nguồn cung heo thiếu hụt. Nguyên nhân được cho là đến từ việc trong quý 4/2023 giá bán heo duy trì ở mức thấp giữa bối cảnh chi phí chăn nuôi cao (do giá ngũ cốc tăng mạnh), cùng dịch bệnh ASF chưa được kiểm soát khiến các nông hộ bán chạy đàn, và khá chần chừ trong việc tái đàn.

**Bước sang quý 3, đà tăng đã chứng lại, mức giá dao động trong vùng 64.000 – 66.000 đồng/kg** do nguồn heo Campuchia và Thái Lan bắt đầu được nhập về Việt Nam khiến giá heo bắt đầu giảm nhẹ khoảng 1-8% mom. Mặc dù tình hình nhập lậu được kiểm soát chặt hơn ngay sau đó, các bếp ăn tập thể và trường học bắt đầu mở lại đã khiến nhu cầu được cải thiện vào cuối tháng 8/2024.

**Giá heo hơi bắt đầu ghi nhận mức điều chỉnh về 61.500 đồng/kg từ tháng 10** do (i) hiệu lực của Luật chăn nuôi sắp đến gần, yêu cầu các nông hộ phải dịch chuyển trang trại lợn ra khỏi khu vực đông dân cư, (ii) dịch bệnh ASF lại bắt đầu nhen nhóm trở lại, kích hoạt làn sóng bán chạy đàn khiến **giá heo giảm đột ngột 8% mom**.

**Hình 1: Diễn biến giá heo hơi và heo giống**



Nguồn: Anova Feed

**Nhu cầu tái đàn có dấu hiệu trở lại từ quý 2/2024. Giá heo giống duy trì ở mức cao bất chấp giá heo hơi đã có nhịp điều chỉnh.**

Lũy kế 10T2024, tổng lượng heo giống nhập về VN từ đầu năm đạt 2.300 con (giảm 56% yoy). Nguyên nhân chủ yếu do dịch bệnh ASF bùng phát rải rác trong nửa đầu năm cùng mặt bằng giá thịt heo chưa thực sự hấp dẫn để kích thích hoạt động tái đàn. Nhu cầu nhập heo giống thấp khiến giá heo giống loại 7-10kg/con ghi nhận mức khá thấp, chỉ khoảng 1,35 triệu đồng/con.

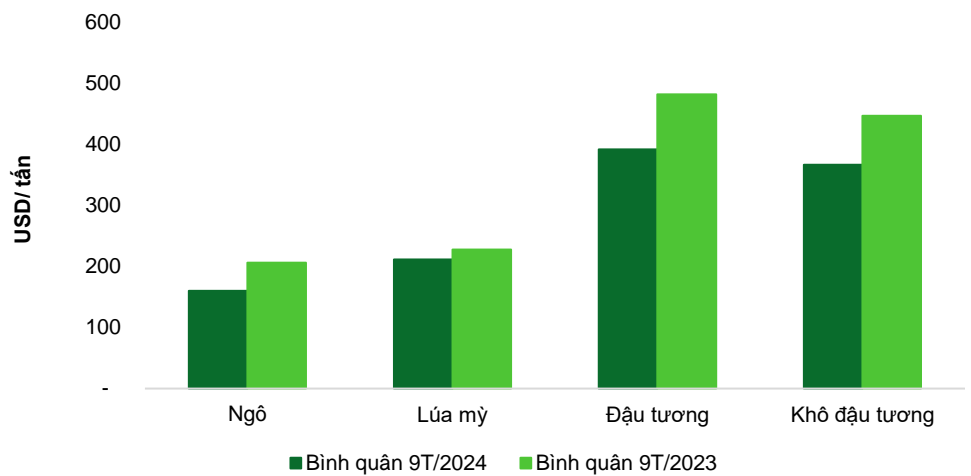
Tuy nhiên, bước sang quý 3, mặt bằng giá heo hơi tăng đều từ 3-4% mom do (1) đàn heo của hộ chăn nuôi bị giảm mạnh từ nửa cuối 2023 (do không chịu được áp lực từ dịch bệnh và chi phí leo thang) khiến nguồn cung bắt đầu giảm rõ rệt, (2) các công ty lớn hạn chế bán giống mà ưu tiên giữ lại cho trang trại của mình trong bối cảnh luật chăn nuôi bắt đầu có hiệu lực, (3) nhu cầu tái đàn nhen nhóm trở lại khi dịch bệnh được kiểm soát tốt hơn và nhu cầu về thịt lợn được kỳ vọng tăng cao ở cuối năm trước thềm dịp Tết nguyên đán. Theo đó, lượng heo giống nhập về tăng mạnh ở quý 2 với 784 con (tăng gấp 3 lần so với cùng kỳ). Sang tháng 9 và 10, cả nước tiếp tục nhập thêm 330 con heo giống (chủ yếu do các doanh nghiệp lớn nhập), khiến giá heo giống tăng mạnh lên 1,7 triệu đồng/con 7-10 kg (+21% qoq).

**Dịch tả châu Phi tiếp tục có diễn biến phức tạp ở Châu Á và Châu Âu**

Trong tháng 10/2024, dịch tả lợn Châu Phi tiếp tục có diễn biến căng thẳng trên toàn cầu, với mật độ tập trung cao ở Đông Nam Á và một số nước Đông Âu. FAO cảnh báo tình hình dịch bệnh sẽ tiếp tục gây thách thức lên sản lượng thịt heo và an ninh lương thực toàn cầu.

**Giá ngũ cốc ghi nhận giảm so với cùng kỳ, chi phí nuôi heo ước tính giảm 19% yoy.**

**Mặt bằng giá ngũ cốc trong 9T/2024 giảm so với cùng kỳ**, trong đó bình quân giá ngô, khô đậu tương, đậu tương và lúa mì giảm lần lượt là 22%, 18%, 19% và 7% yoy. Do tồn kho ngũ cốc ở Việt Nam ở mức 3.5 triệu tấn (tăng 166% yoy) ở đầu vụ 2021/2022, sau đó mức tồn kho này vẫn duy trì ở mức cao, ước tính khoảng 2.2 triệu tấn vụ 2022/2023. Theo đó, chúng tôi ước tính giá thức ăn chăn nuôi giảm 19% yoy và chi phí nuôi heo của BAF đang ở mức 42-45.000 VND/kg.

**Hình 2: Mặt bằng giá ngũ cốc so với cùng kỳ**


Nguồn: Agromonitor

**CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH**
**Cập nhật KQKD 9T2024**

Tiêu chí (tỷ VND)	Q3.2023	Q3.2024	% YOY	Lũy kế 9T2023	Lũy kế 9T2024	%YOY	Nguyên nhân
Doanh thu	1.223	1.314	7%	3.631	3.927	8%	Giá heo 9T/2024 đạt bình quân 62.000 VND/kg (tăng 12% yoy). Tổng heo cái đạt 50 nghìn con (tăng 11% yoy), tổng đàn đạt 450 nghìn con (tăng 50% yoy), theo đó doanh thu mảng chăn nuôi tăng cả về chất lẫn lượng, ghi nhận mức tăng 151% yoy cho riêng quý 3 và 146% yoy cho lũy kế 9T2024.
-Nông sản	846	461	-46%	2.679	1.644	-39%	BAF cũng dần thu hẹp quy mô, kinh doanh mảng nông sản vốn không có hiệu quả, biên lợi nhuận mỏng. Doanh số nông sản ghi nhận giảm 46% cho riêng quý 3 và 39% cho 9T2024.
-Chăn nuôi	378	947	151%	928	2.283	146%	
-BDS	0	0	0%	24	0	-100%	
LNST	40	60	50%	53	215	306%	Biên lợi nhuận ròng được cải thiện nhờ (i) gia tăng tỷ trọng doanh thu từ chăn nuôi có biên lợi nhuận đang được cải thiện (giá TĂCN -19% yoy), và giảm tỷ trọng nông sản vốn không hiệu quả, (ii) hoạt động bán hàng hiệu quả với mức chi phí thấp hơn 12-13% so với DN khác và 23-25% so với nông hộ
Biên ròng	3,3%	4,6%	+130 bps	1,5%	5,5%	+400 bps	

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

**Cơ cấu chăn nuôi chuyển dần từ hộ nhỏ lẻ sang các doanh nghiệp lớn**

Theo Luật chăn nuôi, chăn nuôi trong khu vực dân cư bị nghiêm cấm (khoản 1 Điều 12 Luật chăn nuôi 2018), bắt đầu có hiệu lực kể từ 2025, trong đó quy định các cơ sở chăn nuôi vi phạm phải ngừng hoạt động hoặc di dời đến địa điểm phù hợp. Điều này tạo điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp có nguồn tài chính và quỹ đất lớn. Tình hình dịch bệnh phức tạp cùng giá thức ăn chăn nuôi tăng cao đã khiến **thị phần chăn nuôi lợn của nông hộ giảm từ 70% về còn 49%**, cho đến cuối năm 2024 có thêm nhiều hộ dân bán xả đàn để treo chuông do bộ luật sắp có hiệu lực sẽ khiến thị phần chuyển dịch đáng kể sang phía doanh nghiệp.

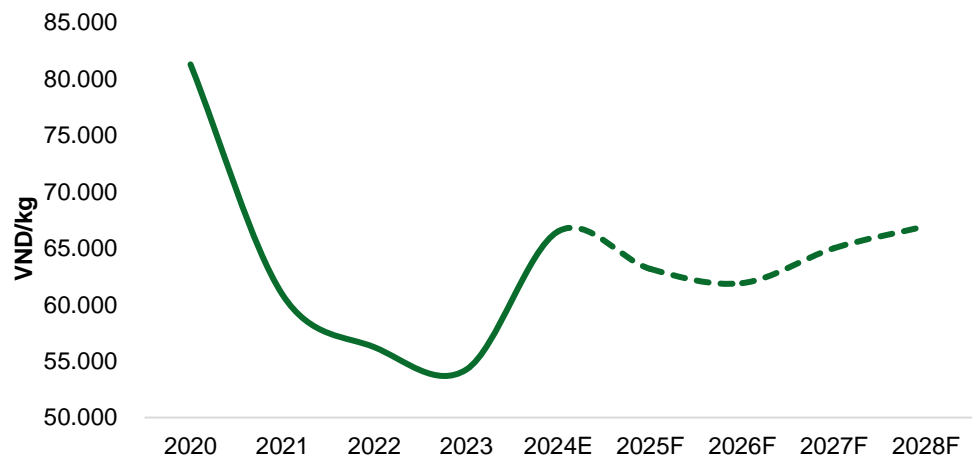
**Quy mô đàn heo cả nước được dự báo gia tăng trong 2025 xong thị phần lại có sự thay đổi. Giá heo hơi được dự báo chỉ điều chỉnh nhẹ và ổn định trong năm sau.**

**Hoạt động tái đàn đang diễn ra sôi nổi trong khối doanh nghiệp, nông hộ dần thu hẹp.** Như đã trình bày ở mục cập nhật Ngành, sản lượng nhập khẩu heo giống tăng mạnh trong quý 2 và tiếp tục đà tăng trong quý 3, chủ yếu nhập bởi các doanh nghiệp lớn. Giá heo giống tiếp tục tăng 21% qoq trong quý 3 bất chấp giá heo hơi đã điều chỉnh. Điều này cho thấy quy mô đàn heo năm sau sẽ tiếp tục phục hồi, song cơ cấu thị trường sẽ thay đổi theo hướng tập trung hơn vào các doanh nghiệp lớn, giảm sự đóng góp của các nông hộ nhỏ lẻ. Theo đó, mức giá bán trên thị trường được chúng tôi kỳ vọng có thể điều chỉnh, song mức giảm sẽ thấp hơn và mặt bằng giá sẽ ổn định hơn so với mọi năm.

Bên cạnh đó, việc Luật chăn nuôi sẽ bắt đầu có hiệu lực từ năm 2025 và tình hình dịch tả heo có dấu hiệu diễn biến căng thẳng trở lại đã kích hoạt làn sóng bán tháo chạy đàn từ nhóm nông hộ nhỏ lẻ trong các tháng cuối năm. Do các hộ chăn nuôi hiện vẫn chiếm khoảng 49% thị phần của toàn ngành, đợt bán xả này giảm bớt 1 phần nguồn cung gia tăng từ tái đàn của các doanh nghiệp vào năm sau.

Do đó, chúng tôi **dự báo giá heo có thể điều chỉnh trong năm 2025 nhưng ở mức vừa phải (tối đa là 5% so với vùng giá hiện tại)**. Trước dự báo đó, chúng tôi ước mặt bằng giá heo vẫn sẽ duy trì cao hơn 7% so với vùng giá trong 2 quý đầu năm 2024, **hỗ trợ cho đà tăng trưởng doanh thu của BAF sẽ được duy trì ít nhất cho tới hết quý 2/2025.**

**Hình 3: Giá heo hơi được dự báo điều chỉnh giảm trong 2025**



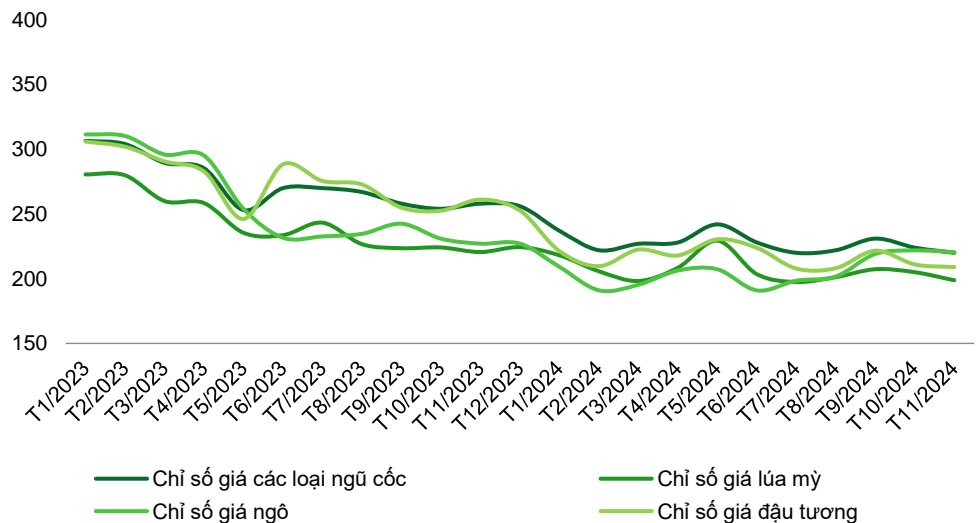
Nguồn: ANOVA Feed, VCBS dự báo

**Giá các loại ngũ cốc đang có xu hướng đi ngang và được dự báo có thể hồi phục nhẹ trong thời gian tới.**

Chỉ số giá các loại ngũ cốc tại thời điểm tháng 10/2024 giảm từ 3-20% so với cùng kỳ năm trước. Theo dự báo của USDA, sản lượng ngũ cốc toàn cầu trong vụ 2023/2024 sẽ tăng 3,4% yoy nhờ điều kiện thời tiết ở Mỹ khá thuận lợi, điều này sẽ giúp **giá ngũ cốc tiếp tục duy trì ở mức thấp** cho đến cuối năm nay. Tuy nhiên, **đà giảm sẽ bị hạn chế hoặc đảo chiều tăng nhẹ trong năm 2025** do lo ngại tình hình thời tiết khô hạn ở Tây Âu ảnh hưởng đến mùa vụ.

**Việc giá ngũ cốc tăng nhẹ sẽ ảnh hưởng đến chi phí TACN và biên lợi nhuận của các doanh nghiệp trong ngành.**

**Hình 4: Chỉ số giá các loại ngũ cốc bắt đầu tạo đáy**



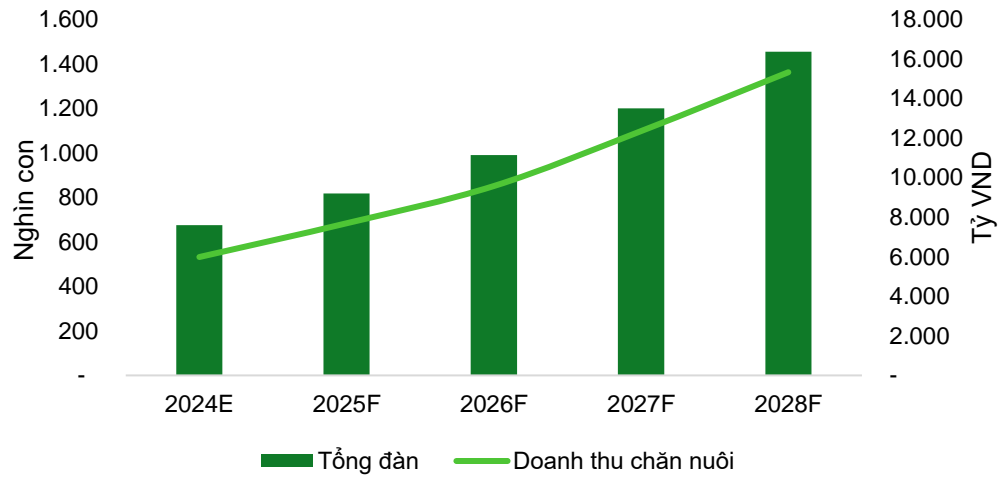
Nguồn: IGC

**Tích cực mở rộng hệ thống trang trại để nắm bắt thời cơ thu tóm thị phần**

Trong 3 quý đầu năm 2024, BAF đã bắt đầu vận hành nhiều trang trại lớn, trong đó có các trại ở Tây Ninh (như Hải Đăng, Tân Châu và Tam Hưng) có tổng công suất thiết kế là 10.000 heo nái và 90.000 heo thịt, trại Hải Hà ở Quảng Ninh với công suất 5.000 nái và 60.000 thịt). Bên cạnh đó, BAF cũng tiến hành hợp tác với đối tác chiến lược Muyuan Foods (Tập đoàn chăn nuôi lợn lớn nhất Trung Quốc) để xây dựng hệ thống nuôi heo trong trại 6 tầng, dự án nếu thành công sẽ tiết kiệm được đáng kể chi phí đất đai cho doanh nghiệp. Tháng 10 và 11 vừa qua, BAF cũng tiến hành M&A thêm 7 công ty chăn nuôi để đáp ứng đủ trại cho đàn heo tăng trưởng.

Trong quý 4/2024 và nửa đầu năm 2025, BAF lên kế hoạch đưa vào hoạt động một số trang trại ở Thanh Hóa và Đắk Nông với tổng công suất là gần 20.000 heo nái và 162.000 heo thịt. Tổng số vốn đầu tư cho mỗi năm dự kiến từ 2.300-2.900 tỷ. Với sự hỗ trợ từ Tập đoàn Muyuan, BAF đặt mục tiêu tham vọng đạt công suất chăn nuôi heo hàng năm là 10 triệu con vào năm 2030.

**Dự báo tổng đàn của BAF sẽ tăng trưởng lần lượt là 125% và 21% yoy trong năm 2024 và 2025.**

**Hình 5: Dự phóng tổng đàn và doanh thu chăn nuôi của BAF**


Nguồn: VCBS dự báo

Chúng tôi **nâng dự báo biên lợi nhuận gộp cả năm 2024 của BAF thêm 2,8% so với năm trước, đạt mức 9,3%** (do giá heo tăng trong nửa đầu năm và chi phí TACN vẫn khá thấp). **Sang năm 2025, chúng tôi dự báo BLN gộp tăng nhẹ lên 10,8%**, do giá heo hơi vẫn duy trì mặt bằng cao trong nửa đầu năm 2025 và sản lượng gia tăng giúp cho tỷ trọng của mảng chăn nuôi gia tăng trong cơ cấu doanh thu.

## DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

### Một số giả định cho dự báo

Tiêu chí	2023	2024F	% YOY	2025F	%YOY	Nguyên nhân
<b>Giá bán</b>						
Heo hơi (VND/kg)	54.250	63.740	17%	61.828	-3%	Tổng đàn và nguồn cung heo đã ổn định hơn từ cuối năm 2024
<b>Sản lượng</b>						
Heo giống (nghìn con)	39	87	125%	106	21%	Doanh nghiệp tích cực dịch chuyển cơ cấu sang mảng chăn nuôi, hướng đến mục tiêu công suất chăn nuôi heo hàng năm là 10 triệu con vào năm 2030
Heo hơi cai sữa (nghìn con)	554	1.301	135%	1.453	12%	
Thịt lợn (tấn)	12.934	25.868	100%	38.802	50%	

### Dự báo lợi nhuận và định giá

Chúng tôi **dự báo LNST 2024 đạt 269 tỷ đồng (tăng 1247% yoy)**, với **dự báo quý 4 lợi nhuận có thể đạt 54 tỷ đồng** nhờ mặt bằng giá heo vẫn duy trì ở mức khá cao trong mùa cao điểm tiêu thụ. **Năm 2025, lợi nhuận được dự báo tiếp tục tăng trưởng 13% yoy, đạt 304 tỷ đồng**, nhờ giá heo hơi được dự báo duy trì đà tăng và giá nguyên liệu đầu vào TACN ổn định hoặc tăng không đáng kể cho đến nửa đầu năm 2025.

Chúng tôi **đưa ra mức giá khuyến nghị là 30.549 VND/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 16x dựa trên 2 phương pháp chiết khấu FCFF và so sánh P/E với tỷ trọng 70/30.

**Giả định tính toán hệ số chiết khấu:**

Chi phí VCSH = 10,13% theo CAPM ( $R_f = 2,3\%$ , Risk premium = 9%, beta = 0,87)

Chi phí vay = 9,95%/năm (lãi vay ngân hàng)

WACC = 8,89%

**Định giá bằng FCFF:**

FCFF: tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
EBIT	711	881	1.087	1.397	1.732
Khấu hao	253	363	443	523	603
Thay đổi WC	(241)	(77)	(122)	(212)	(236)
CAPEX	(1.500)	(1.100)	(800)	(800)	(800)
<b>FCFF</b>	<b>(920)</b>	<b>(109)</b>	<b>390</b>	<b>629</b>	<b>952</b>
<b>NPV giai đoạn 2024-2028F</b>					<b>472</b>
<b>NPV giai đoạn tăng trưởng vĩnh viễn (g = 2%)</b>					<b>9.971</b>
<b>Tổng giá trị doanh nghiệp</b>					<b>10.443</b>
<b>Trừ: Vay nợ ròng</b>					<b>2.312</b>
<b>Giá trị VCSH</b>					<b>8.171</b>
<b>Số lượng CPLH (tr.cp)</b>					<b>239</b>
<b>Định giá</b>					<b>34.185</b>

**Phương pháp so sánh P/E**

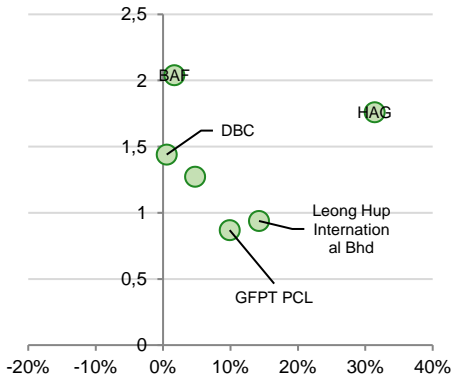
(Tham khảo phụ lục 1)

Biến số	Hệ số áp dụng
LNST dự phóng 2024 (tỷ đồng)	246
P/E trung bình ngành	21
Vốn hoá ước tính (tỷ đồng)	5.166
Số lượng CPLH (tr.cp)	239
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>	<b>22.066</b>

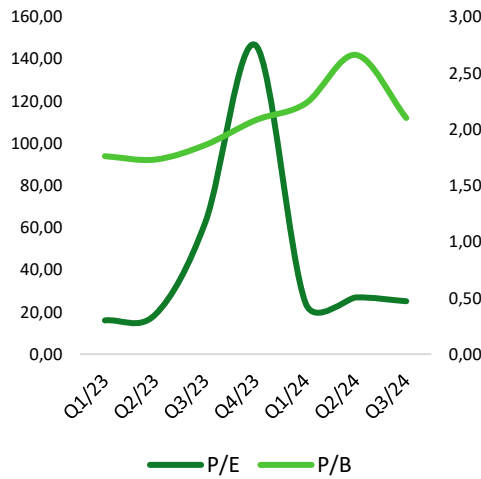


**ĐỊNH GIÁ TƯƠNG ĐỐI**

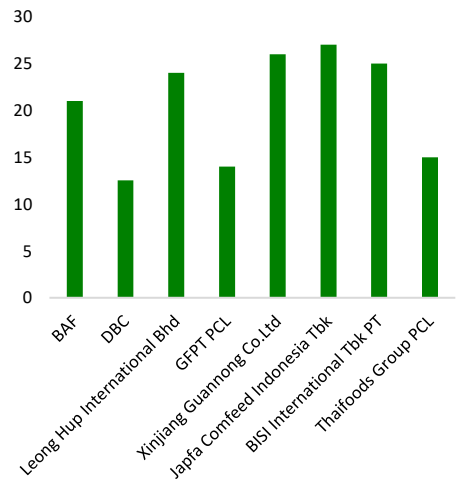
**Tương quan P/B và ROE**



**Lịch sử định giá**

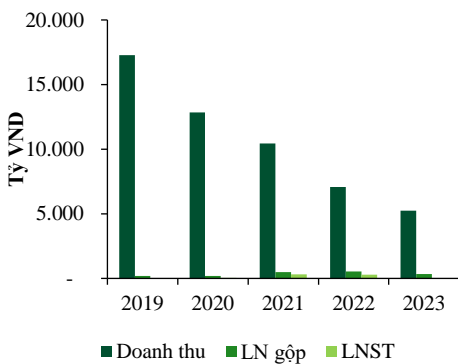


**P/E ngành**

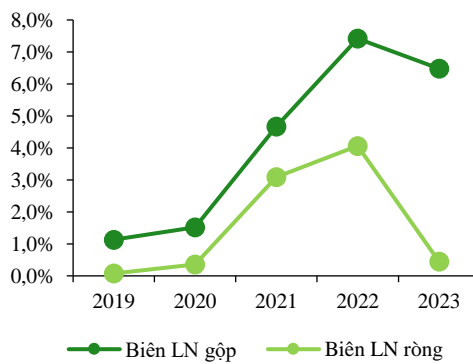


**KẾT QUẢ KINH DOANH**

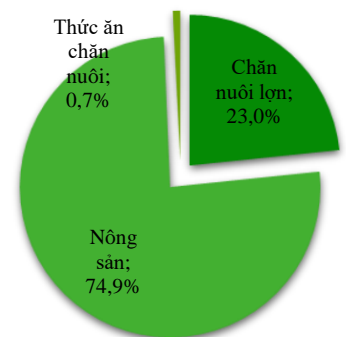
**Doanh thu và lợi nhuận**



**Biên lợi nhuận**

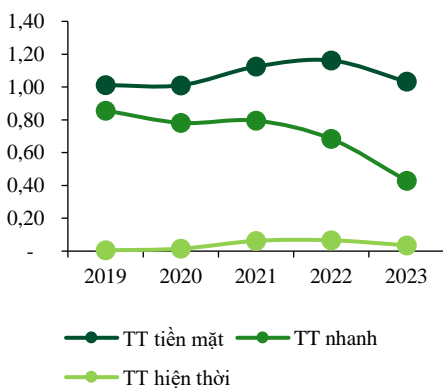


**Cơ cấu doanh thu**

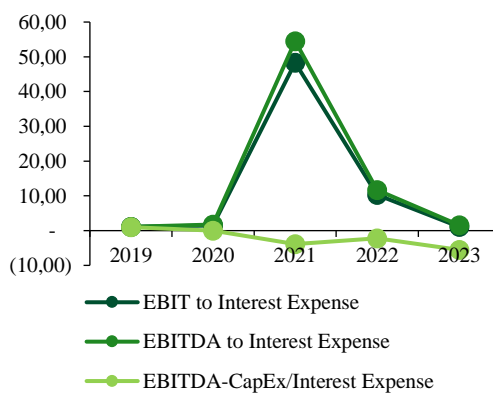


**SỨC KHOẺ TÀI CHÍNH**

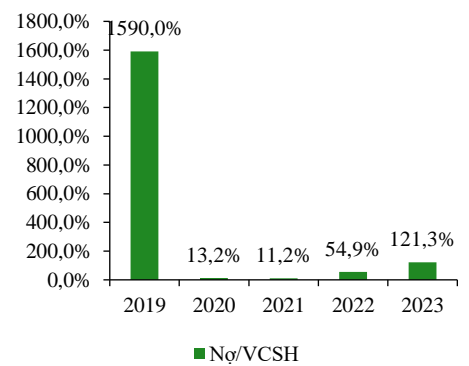
**Khả năng thanh toán**



**Thanh toán lãi vay**



**Nợ/VCSH**





**BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÓNG – Đơn vị: tỷ đồng**

<b>Kết quả kinh doanh</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>Cân đối kế toán</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Doanh thu thuần	7.083	5.250	7.988	8.696	10.079	<b>Tài sản</b>					
- Giá vốn hàng bán	6.558	4.910	7.241	7.752	8.919	+ Tiền	151	108	165	179	208
Lợi nhuận gộp	525	340	747	943	1.159	+ ĐTTTC ngắn hạn	100	315	315	315	315
- Chi phí bán hàng	72	94	16	17	20	+ Phải thu	1.316	891	1.678	1.827	2.118
- Chi phí quản lí DN	88	96	40	43	50	+ Hàng tồn kho	882	1.605	1.833	1.963	2.258
Lợi nhuận HĐKD	366	149	691	883	1.089	+ Khác	214	238	363	395	457
EBIT	375	178	711	881	1.087	<b>Tài sản ngắn hạn</b>	2.663	3.157	4.354	4.679	5.356
- Chi phí lãi vay	36	163	317	436	485	+ Tài sản dài hạn	1.603	2.770	4.270	5.370	6.170
LNTT	339	15	394	445	602	+ Khấu hao lũy kế	161	256	509	871	1.314
- Thuế TNDN	51	-9	79	89	120	+ Tài sản dài hạn	1.442	2.514	3.761	4.499	4.856
LNST	288	23	315	356	482	+ ĐTTTC dài hạn	45	0,625	0,625	0,625	0,625
- Lợi ích CĐTS	1	3	46	52	71	+ Khác	579	902	1.373	1.494	1.732
LNST CĐ CT Mẹ	287	20	269	304	411	<b>Tài sản dài hạn</b>	2.066	3.417	5.135	5.994	6.589
EPS (đ)	3	0,163	1.873	2.116	2.864	<b>Tổng Tài sản</b>	4.729	6.574	9.489	10.673	11.945
EBITDA	424	438	518	644	875	<b>Nợ &amp; VCSH</b>					
<b>Tăng trưởng</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	+ Phải trả (ngắn)	1.901	2.205	3.027	3.241	3.729
Doanh thu	-32,1%	-25,9%	52,1%	8,9%	15,9%	+ Vay ngắn hạn	264	704	2.771	3.739	4.394
LN HĐKD	-12,5%	-59,1%	362,1%	27,8%	23,4%	+ Khác	126	148	226	246	285
LNST	-10,6%	-91,9%	1247%	13,0%	35,3%	<b>Nợ ngắn hạn</b>	2.292	3.057	6.024	7.226	8.408
EBIT	-5,9%	-52,7%	300,4%	23,9%	23,4%	+ Vay dài hạn	693	1.609	1.287	965	643
EPS	-3,0%	-93,7%	1049%	13,0%	35,3%	+ Phải trả dài hạn	2	2	3	3	3
Tổng tài sản	-13,3%	39,0%	44,3%	12,5%	11,9%	<b>Nợ dài hạn</b>	695	1.610	1.290	968	647
Nợ vay	487,0%	141,5%	75,5%	15,9%	7,1%	<b>Tổng nợ</b>	2.986	4.667	7.314	8.194	9.055
VCSH	19,8%	9,4%	14,1%	14,0%	16,6%	+ Vốn điều lệ	780	1.435	2.390	2.390	2.390
<b>Khả năng sinh lời</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0
Tỷ suất LNG	7,4%	6,5%	9,3%	10,8%	11,5%	+ Thặng dư	0	0	0	0	0
Tỷ suất LNST	4,1%	0,4%	3,9%	4,1%	4,8%	+ LN giữ lại	299	456	724	1.028	1.439
ROE DuPont	18,0%	1,3%	15,4%	15,3%	17,9%	+ Lợi ích CĐTS	9	16	16	16	16
ROA DuPont	5,7%	0,4%	3,9%	3,5%	4,3%	<b>Vốn chủ sở hữu</b>	1.743	1.907	2.175	2.479	2.890
Tỷ suất EBIT	5,3%	3,4%	8,9%	10,1%	10,8%	<b>Tổng nguồn vốn</b>	4.729	6.574	9.489	10.673	11.945
LNTT / LNST	84,9%	157,9%	80,0%	80,0%	80,0%	<b>Lưu chuyển tiền</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
LNTT / EBIT	90,3%	8,3%	55,4%	50,5%	55,4%	Tiền đầu năm	241	151	108	165	179
Vòng quay TTS	1,4	0,9	1,0	0,9	0,9	LNST	287	20	269	304	411
Đòn bẩy tài chính	3,2	3,1	3,9	4,3	4,2	+ Khấu hao lũy kế	59	103	253	363	443
ROIC	13,3%	0,7%	6,0%	5,3%	6,4%	+ Điều chỉnh	30	-74	-469	-121	-237
<b>Hiệu quả hoạt động</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	+ Thay đổi VLĐ	-649	-261	-241	-77	-122
Số ngày tồn kho	105,1	76,7	58,7	73,6	71,4	<b>Tiền từ HĐKD</b>	-273	-213	-189	468	495
Số ngày phải thu	54,8	92,4	86,6	89,4	86,4	+ Thanh lý TSCĐ	0	0	0	0	0
Số ngày phải trả	157,9	152,6	131,9	147,6	142,6	+ Mua sắm TSCĐ	-504	-1.153	-1.500	-1.100	-800
Luân chuyển tiền	2,0	16,5	13,5	15,4	15,2	+ Đầu tư ròng	0	0	0	0	0
<b>An toàn tài chính</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	+ Khác	-70	-169	0	0	0
TT hiện hành	1,16	1,03	0,72	0,65	0,64	<b>Tiền từ HĐĐT</b>	-575	-1.322	-1.500	-1.100	-800
TT nhanh	0,68	0,43	0,36	0,32	0,31	+ Cổ tức đã trả	0	0	0	0	0
TT tiền mặt	0,07	0,04	0,03	0,02	0,02	+ Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0	0
Nợ / Tài sản	0,20	0,35	0,43	0,44	0,42	+ Nợ ngắn hạn	883	2.151	2.067	968	656
Nợ / Vốn sử dụng	0,35	0,55	0,65	0,65	0,64	+ Nợ dài hạn	-124	-658	-322	-322	-322
Nợ / Vốn CSH	0,55	1,21	1,87	1,90	1,74	+ Khác	0	0	0	0	0
						<b>Tiền từ HĐTC</b>	758	1.493	1.745	646	334
						Lưu chuyển tiền	-90	-43	56	15	29
						<b>Tiền cuối năm</b>	151	108	165	179	208

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
<b>MUA</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
<b>TRUNG LẬP</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
<b>BÁN</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

[tmhoang@vcbs.com.vn](mailto:tmhoang@vcbs.com.vn)

### Lê Đức Quang, CFA

Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp

[ldquang@vcbs.com.vn](mailto:ldquang@vcbs.com.vn)

### Phạm Thu Hường

Chuyên viên Phân tích

[pthuong@vcbs.com.vn](mailto:pthuong@vcbs.com.vn)

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>