

**+ 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 **36.863 đồng/cp**, tương ứng P/E 13,96x trong bối cảnh thị trường chăn nuôi đang dịch chuyển về phía doanh nghiệp.

**CẬP NHẬT KQKD:**

Trong năm 2024, DTT và LNST của BAF đạt lần lượt là 5.554 tỷ (tăng 7% yoy) và 324 tỷ (tăng 980% yoy). Trong đó, mảng chăn nuôi có DTT và LNG tăng lần lượt là 168% và 167% yoy. Nguyên nhân chủ yếu đến từ việc giá heo hơi tăng 15% yoy và giá ngũ cốc giảm khoảng 17% yoy giúp cho doanh thu và biên lợi nhuận cùng gia tăng mạnh mẽ. Bên cạnh đó DTT và LNG mảng nông sản giảm lần lượt 42% và 38% yoy, do doanh nghiệp lên kế hoạch cắt giảm và dừng mảng nông sản cho đến 2025 để chuyển dịch cơ cấu doanh thu sang mảng chăn nuôi.

**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 tiếp tục đà tăng ít nhất là cho đến nửa năm 2025.**

Chúng tôi kỳ vọng mặt bằng giá heo hơi sẽ tăng khoảng 18% trong năm 2025, trong bối cảnh nguồn cung heo thiếu hụt ở đầu năm, sau một đợt bán chạy dịch và xả đàn từ hộ chăn nuôi, khiến giá heo có thể duy trì mức cao trong nửa đầu năm. Tuy nhiên, các doanh nghiệp đang tích cực mở rộng quy mô chăn nuôi để chiếm lĩnh thị phần, nguồn cung có thể sẽ tăng trở lại vào cuối năm, khiến giá heo hơi có thể điều chỉnh giảm nhẹ.

**Động lực tăng trưởng nhờ nỗ lực mở rộng đàn và cải tiến quy trình chăn nuôi.**

Trong năm 2025, BAF sẽ tích cực xây dựng thêm các trang trại mới và M&A các công ty chăn nuôi để đạt mục tiêu sản lượng 90 ngàn heo nái và 1,65 triệu heo thịt. Ngoài ra, doanh nghiệp cũng hợp tác chiến lược với Tập đoàn Muyuan để triển khai nuôi heo trên tòa nhà 6 tầng, đầu tư vào các công ty M&A và cải tiến quy trình chăn nuôi.

Chi tiêu tài chính	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	7.083	5.199	5.554	5.764	6.527
Tăng trưởng DT	-32,1%	-26,6%	6,8%	3,8%	13,2%
LNST (tỷ VND)	287	26	323	631	699
Tăng trưởng LNST	-10,9%	-90,8%	1123,2%	95,7%	10,7%
Nợ/TTS (%)	20,2%	35,4%	34,5%	35,5%	33,4%
TS LN gộp (%)	7,4%	6,6%	13,3%	22,0%	21,7%
ROE – TTM (%)	16,5%	1,6%	11,0%	17,7%	16,4%
EPS - TTM (đồng)	1.344	124	1.350	2.641	2.924

**Khuyến nghị**

**MUA**

Giá mục tiêu	<b>36.863</b>
Tiềm năng tăng giá	16,7%
Cổ tức (tiền mặt/cp)	0%
Tỷ suất sinh lời	16,7%

**Thông tin cổ phiếu**

Phân ngành	Chăn nuôi
Thị giá (26/02/2025)	31,6
Biến động 1 năm	17,3 – 32,1
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	3.557.143
Vốn hóa (Tỷ đồng)	7.553,08
P/E	18,95x
P/B	2,61x
%NN sở hữu	3,16%

**Diễn biến giá**



	3T	6T	12T
<b>BAF</b>	22,1%	64,5%	76,8%
<b>VNindex</b>	4,1%	-0,6%	4,3%

**Tỷ lệ sở hữu**

Chủ tịch và người liên quan	50%
Quý ngoại	3,04%

**Chuyên viên phân tích**

Phạm Thu Hường

[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>

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

**Giá heo điều chỉnh tăng mạnh sau Tết**

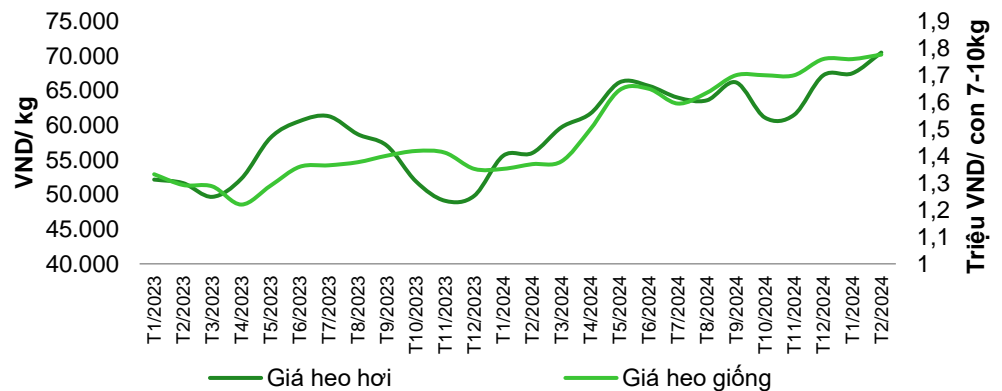
Giá heo hơi **tăng khá mạnh trong 2 quý đầu năm 2024**, từ 55.000 đồng/kg và đạt đỉnh vào tháng 5 ở mức 66.000 đồng/kg do nguồn cung thiếp hụt. Nguyên nhân là do giá TACN và dịch ASF hoành hành khiến nông hộ bán chạy đàn nhiều.

**Bước sang quý 3, đà tăng đã chững 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 lượng heo bán chạy đàn của hộ chăn nuôi tăng cao vì luật chăn nuôi sắp đến gần và dịch bệnh ASF nhen nhóm trở lại.

**Sau dịp Tết Nguyên đán (T2/2025), giá heo bắt ngờ tăng mạnh lên mức 70.500 đồng/kg (tăng 30% yoy và 15% so với mức đáy ở tháng 11)**. Nguyên nhân là do nguồn heo bán chạy dịch và xả đàn từ hộ chăn nuôi đã cạn kiệt, khiến cung heo thiếu hụt mạnh.

**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**

Trong năm 2024, tổng lượng heo giống nhập về VN từ đầu năm đạt 4.088 con (giảm 25% 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).

Bước sang T1/2025, nhu cầu nhập khẩu heo giống tiếp tục tăng cao do luật chăn nuôi bắt đầu có hiệu lực, lượng heo giống nhập về đạt 459 con, trong khi cùng kỳ năm trước không ghi nhận đơn hàng nào nhập về, khiến giá heo giống tiếp tục tăng lên 1.76 triệu đồng/con (+4% so với cuối năm 2024).

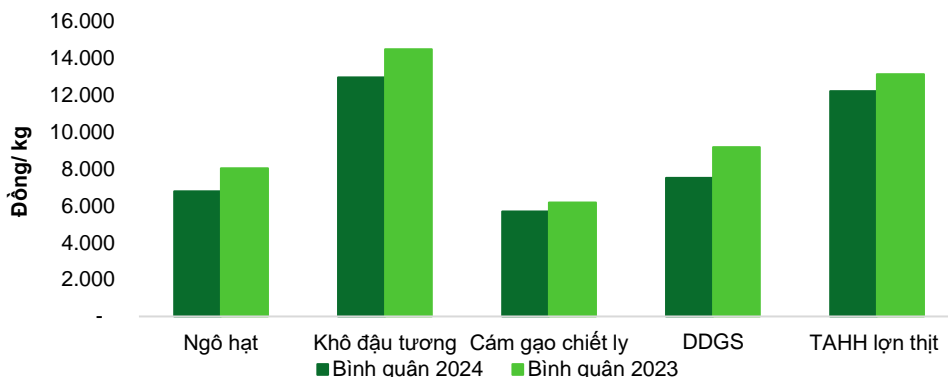
### Dịch tả châu Phi tiếp tục có diễn biến phức tạp

Trong tháng đầu năm 2025, dịch ASF tiếp tục có diễn biến phức tạp tại Việt Nam, các ổ dịch tập trung ở Miền Bắc và Miền Trung. Bên cạnh đó, giám sát cửa khẩu được nới lỏng, heo Campuchia được xuất qua cửa khẩu Việt Nam để hỗ trợ cho nguồn cung thiếu hụt trong nước, khiến nguy cơ lây lan càng tăng cao.

### Giá ngũ cốc ghi nhận giảm so với cùng kỳ, chi phí nuôi heo ước tính giảm 19% yoy trong năm 2024.

Mặt bằng giá ngũ cốc trong năm 2024 giảm so với cùng kỳ, trong đó giá ngô, khô đậu tương, cám gạo chiết ly, DDGS giảm lần lượt là 15,7%; 10,6%; 7,9% và 18,2% yoy, đặc biệt TAHH lợn thịt giai đoạn vỗ béo đến xuất chuồng giảm 6,8% yoy. Trong năm 2024 nước ta đã nhập khẩu thêm 22,4 triệu tấn nguyên liệu TACN, đảm bảo nguồn cung nguyên liệu ổn định cho ngành chăn nuôi. Do đó, giá TACN được dự báo sẽ tiếp tục duy trì ổn định cho đến nửa đầu năm 2025.

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



Nguồn: Nhachannuoi.vn

## CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

### Cập nhật KQKD 4Q2024

Tiêu chí (tỷ VND)	Q4.2023	Q4.2024	% YOY	Lũy kế 2023	Lũy kế 2024	%YOY	Nguyên nhân
Doanh thu	1.573	1.627	3%	5.204	5.554	7%	Giá heo năm 2024 đạt bình quân 62.000 VND/kg (tăng 15% yoy). Tổng đàn đạt 800 nghìn con (tăng 200% yoy), theo đó doanh thu mảng chăn nuôi tăng cả về chất lẫn lượng, ghi nhận mức tăng 240% yoy cho riêng quý 4 và 168% yoy cho cả năm 2024.
-Chăn nuôi	282	958	240%	1.210	3.241	168%	
-Nông sản	1.291	669	-48%	3.970	2.313	-42%	BAF tiếp tục kế hoạch cắt giảm mảng nông sản với DTT giảm 42% yoy trong năm 2024 để tập chung vào mảng chăn nuôi. Năm 2025, doanh nghiệp dự định sẽ không kinh doanh mảng nông sản nữa.
-BDS	0	0	0%	24	0	-100%	
LNST	-29	109	476%	30	324	980%	Chúng tôi ước tính chi phí nuôi bình quân giảm 19% yoy trong năm 2024 do giá ngũ cốc giảm 7% - 22% yoy. Bên cạnh đó, nhờ hệ thống trang trại bảo đảm tiêu chuẩn vệ sinh nên BAF không ghi nhận nhiều heo bị tiêu hủy. Nhờ những yếu tố trên, BLN của BAF tăng trưởng 5% trong năm 2024.
Biên ròng	-1,8%	6,7%	+8,5%	0,58%	5,8%	+5,22%	

## 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 khiến **thị phần của hộ chăn nuôi chỉ còn 25%**.

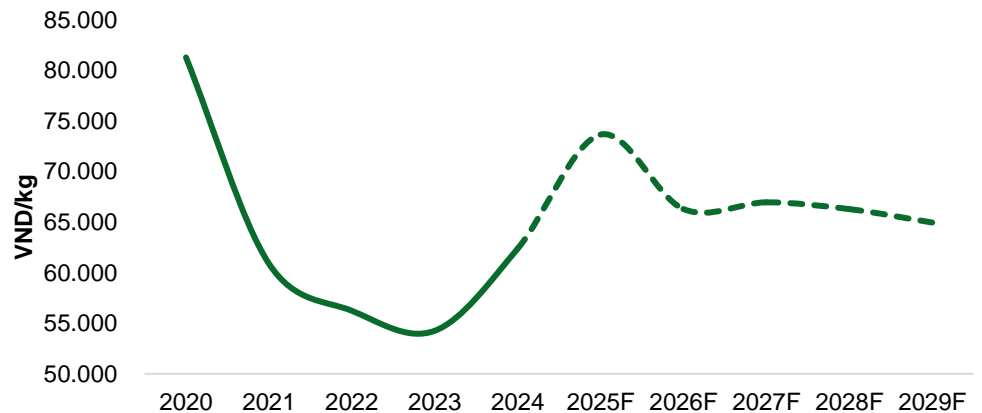
**Quy mô đàn heo cả nước được dự báo gia tăng nhẹ trong 2025 xong thị phần lại có sự thay đổi. Giá heo hơi được dự báo sẽ tiếp tục đà tăng trong 2025**

Chúng tôi thay đổi dự báo so với báo cáo gần nhất, **giá heo có thể vẫn tiếp tục đà tăng tối đa lên mức khoảng 81.800 VND/kg trong năm 2025, giá heo hơi bình quân cả năm được dự báo đạt 73.661 VND/kg (tăng 18% yoy)**. Nguyên nhân là do:

- (1) Nguồn cung heo trở nên khan hiếm sau đợt bán chạy dịch cuối năm, cùng tác động của luật chăn nuôi đã có hiệu lực ngay trong quý đầu năm 2025. Trong khi đó, nguồn cung heo gia tăng từ tái đàn của doanh nghiệp chưa thực sự đáng kể trong thời gian này, tạo ra một khoảng trống thiếu cung cục bộ ngắn hạn.
- (2) Kế hoạch tăng trưởng kinh tế của chính phủ trong năm nay đã đặt mục tiêu lạm phát cao hơn mọi năm (4.5% - 5.0%). Theo đó, chúng tôi cho rằng khả năng xảy ra hoạt động điều tiết giá heo sẽ thấp hơn và ít quyết liệt hơn giai đoạn 2020 (khi giá thịt heo vượt 80.000 đồng/kg).

Điều này, **hỗ trợ cho đà tăng trưởng doanh thu của BAF trong năm 2025.**

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



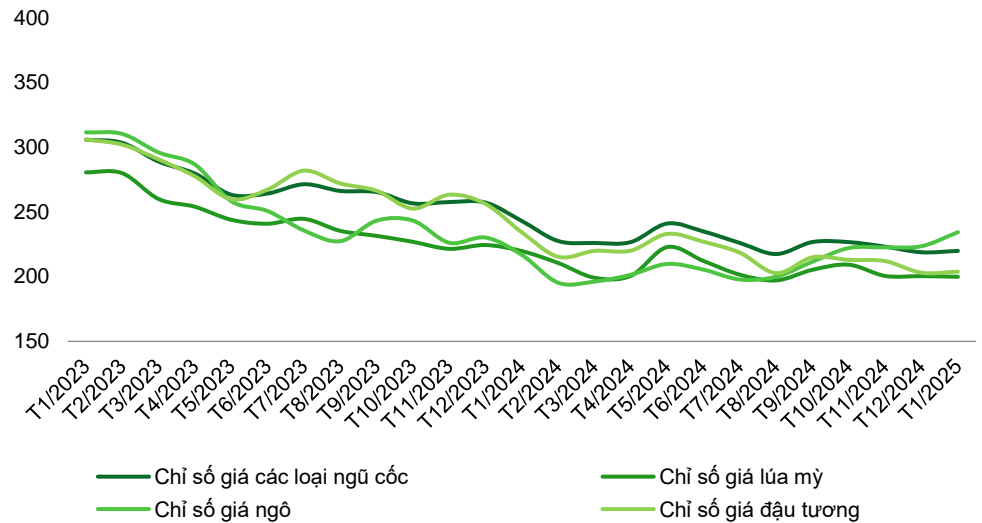
Nguồn: ANOVA Feed, VCBS dự báo

**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 bình quân năm 2024 giảm lần lượt từ 16-21% yoy, xong bắt đầu đảo chiều tăng ở các tháng cuối năm. Tính đến tháng 1/2025, giá các loại ngũ cốc tăng nhẹ 0,5% mom, trong đó có giá ngô (nguyên liệu chính trong TACN heo) tăng 4,8% yoy. Theo dự báo của USDA, trong vụ 2024/2025, sản lượng các loại hạt thô và ngô toàn cầu sẽ đạt lần lượt là 1.494,3 triệu tấn (-0,8% yoy) và 1.214,3 triệu tấn (-1,3% yoy) do sản lượng sụt giảm chủ yếu ở thị trường Mỹ, tuy nhiên điều kiện thời tiết thuận lợi ở Brazil và Argentina khiến sản lượng ở 2 nước này sẽ bù đắp một phần sự sụt giảm ở Mỹ. **Chúng tôi dự báo, giá ngũ cốc sẽ có xu hướng tăng nhẹ trong năm 2025, ảnh hưởng đến chi phí TACN, tuy nhiên giá heo hơi vẫn duy trì đà tăng trong năm nên BLN của các doanh nghiệp chăn nuôi sẽ không bị ảnh hưởng**

nhiều. Dự báo, biên lợi nhuận gộp mảng chăn nuôi của BAF sẽ đạt 22% (tăng 8,7% yoy), do lập luận về chi phí TACN và giá heo hơi ở trên. Ngoài ra, BAF dự định sẽ ngừng kinh doanh mảng nông sản nên BLN càng ít bị ảnh hưởng bởi biến động giá ngũ cốc.

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



Nguồn: IGC

**Tích cực mở rộng hệ thống trang trại và hợp tác với đối tác Muyuan để nâng cao chất lượng chuồng trại**

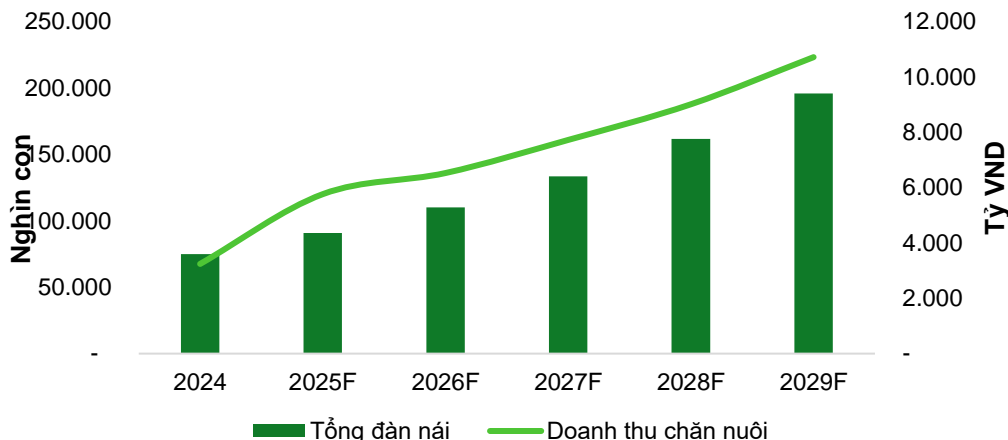
Trong năm 2024, BAF đã đưa vào vận hành 4 cụm trang trại bao gồm: Hải Đăng, Tân Châu, Tâm Hưng, Hải Hà (với công suất khoảng 5.000 heo cái và 30.000-60.000 heo thịt), M&A thành công 13 công ty chăn nuôi với tổng công suất dự kiến gần 63.000 heo nái và 500.000 heo thịt. Ngoài ra, doanh nghiệp cũng nâng cấp nhà máy cám Tây Ninh giai đoạn 2 để đảm bảo có đủ nguồn thức ăn cho heo.

BAF cũng ký kết hợp tác chiến lược với Muyuan (Tập đoàn chăn nuôi lợn lớn nhất Trung Quốc) để xây dựng hệ thống nuôi heo trong trại 6 tầng. Ngoài ra, Muyuan sẽ tham gia đầu tư vào các công ty con được M&A bởi BAF và hỗ trợ về mặt công nghệ cũng như quy trình chăn nuôi cho các trang trại mới này.

Trong giai đoạn 2025-2026, BAF dự định sẽ M&A thêm 10 công ty chăn nuôi, xây dựng thêm một số trang trại, nhà máy cám và giết mổ với vốn đầu tư 3 ngàn tỷ mỗi năm. Doanh nghiệp đặt mục tiêu cho năm 2025 với số lượng heo nái là 90 nghìn con và heo thịt là 1,65 triệu con. Quy mô đàn sẽ tiếp tục được mở rộng cho đến năm 2030 với 420 nghìn heo cái và 10 triệu heo thịt.

Ngoài ra, BAF cũng định hướng sau năm 2030, doanh nghiệp sẽ chuyển đổi từ công ty chăn nuôi sang công ty thực phẩm, chuyên cung cấp các sản phẩm thịt tươi, thịt chế biến đến người tiêu dùng cuối cùng. Điều này sẽ giúp cắt giảm giá thành cho người tiêu dùng, nhờ sản phẩm không qua kênh thương lái mà sẽ được phân phối bởi các cửa hàng meat shop và nhượng quyền meat shop của doanh nghiệp.

Chúng tôi dự báo, **doanh thu và lợi nhuận gộp mảng chăn nuôi của BAF trong năm 2025 sẽ đạt lần lượt là 5.764 tỷ VND (tăng 78% yoy) và 1.268 tỷ VND (tăng 84% yoy).**

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


Nguồn: VCBS dự báo

## DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

### Một số giả định cho dự báo

Tiêu chí	2024	2025F	%YOY	2026F	%YOY	Nguyên nhân
<b>Giá bán</b>						
Heo hơi (VND/kg)	62.375	73.661	18%	66.295	-10%	Tổng đàn bị sụt giảm ở thời điểm cuối năm 2024 sau một đợt bán chạy dịch và xả đàn. Giá heo hơi neo cao ngay từ đầu năm 2025.
TACN (triệu đồng/ tấn)	14,52	14,66	1%	14,95	2%	Sản lượng ngũ cốc ở Mỹ được dự báo giảm, khiến giá TACN có thể tăng nhẹ trở lại trong năm 2025.
<b>Sản lượng</b>						
Heo hơi cai sữa (nghìn con)	1.429	1.832	28%	2.294	25%	Doanh nghiệp tích cực mở rộng đàn để chiếm lĩnh thị phần và dịch chuyển cơ cấu doanh thu hoàn toàn sang mảng chăn nuôi.
Thịt lợn (tấn)	3.104	7.760	150%	10.347	33%	Mục tiêu đến năm 2030 sẽ đạt sản lượng 420 nghìn heo nái và 10 triệu heo thịt.

### Dự báo lợi nhuận và định giá

Chúng tôi **dự báo năm 2025, LNST của BAF sẽ đạt 631 tỷ VND (tăng 96% yoy)**, 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 36.863 VND/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt **13,96x** dựa trên 2 phương pháp chiết khấu FCFF và so sánh P/E với tỷ trọng 80/20.

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

Chi phí VCSH = 9,2% theo CAPM (Rf = 2%, Risk premium = 9%, Beta = 0,8)

Chi phí vay = 8,83%/năm (lãi vay ngân hàng)

WACC = 8,62%

### Định giá bằng FCFF:

FCFF: triệu đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
EBIT	769.458	851.909	1.056.293	1.305.715	1.647.167
Khấu hao	330.416	440.416	520.416	600.416	680.416
Thay đổi WC	87.280	(88.629)	(139.557)	(150.422)	(198.645)

CAPEX	(1.500.000)	(1.100.000)	(800.000)	(800.000)	(800.000)
FCFF	(448.566)	(46.568)	450.838	725.401	1.038.403
NPV giai đoạn 2025-2029F					1.122.615
NPV giai đoạn tăng trưởng vĩnh viễn (g = 2%)					10.728.319
Tổng giá trị doanh nghiệp					11.850.934
Trừ: Vay nợ ròng					2.579.259
Giá trị VCSH					9.403.991
Số lượng CPLH (cp)					239.021.600
<b>Định giá</b>					<b>39.344</b>

**Phương pháp so sánh P/E**

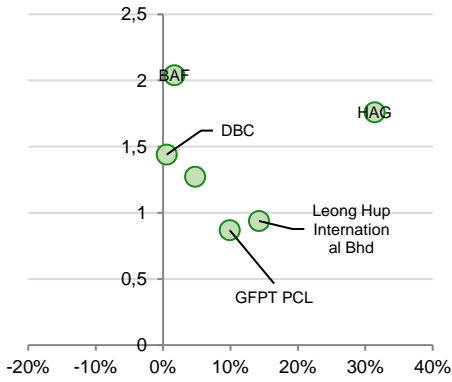
(Tham khảo phụ lục 1)

Biến số	Hệ số áp dụng
LNST dự phóng 2025 (tỷ đồng)	631
P/E trung bình ngành	10,2
Vốn hoá ước tính (tỷ đồng)	6.436
Số lượng CPLH (tr.cp)	239
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>	<b>26.938</b>

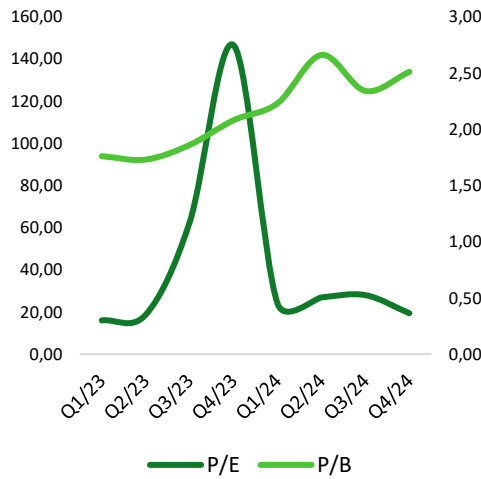


**ĐỊNH GIÁ TƯƠNG ĐỐI**

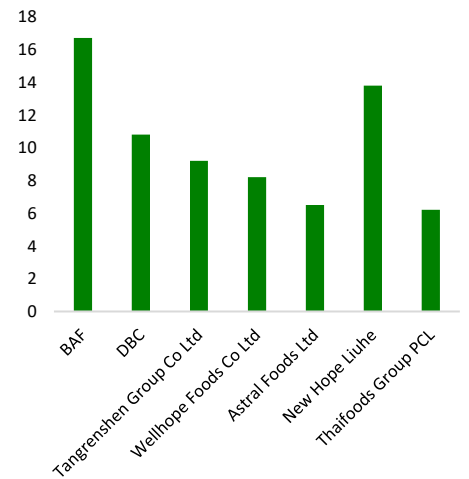
**Tương quan P/B và ROE**



**Lịch sử định giá**

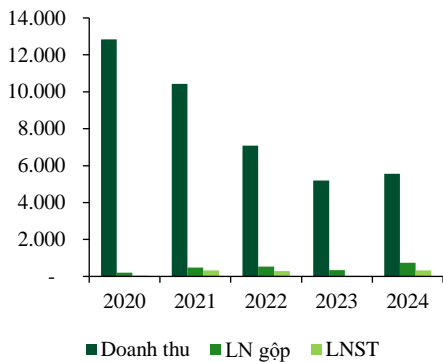


**P/E ngành**

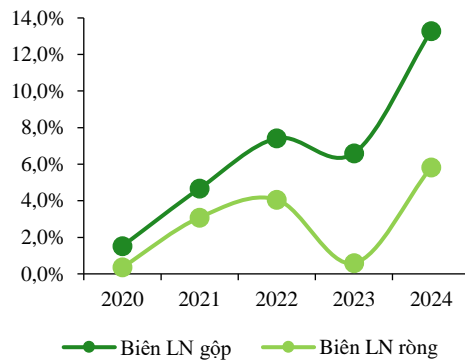


**KẾT QUẢ KINH DOANH**

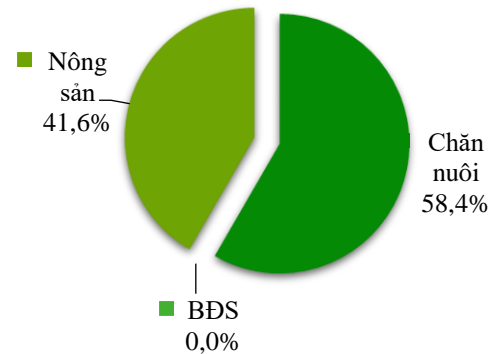
**Doanh thu và lợi nhuận**



**Biên lợi nhuận**

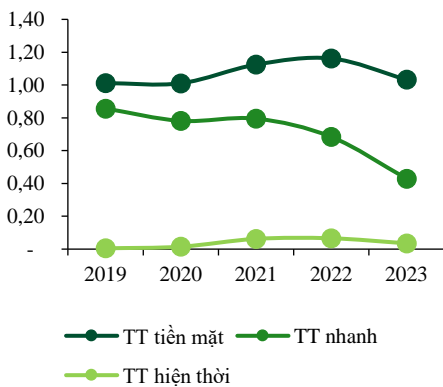


**Cơ cấu doanh thu**

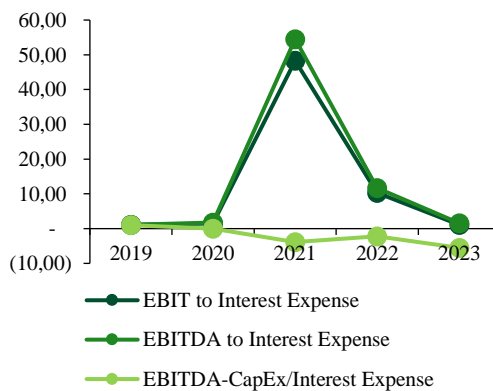


**SỨC KHOẺ TÀI CHÍNH**

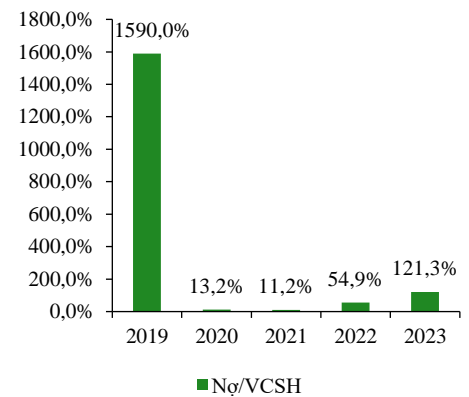
**Khả năng thanh toán**



**Thanh toán lãi vay**



**Nợ/VCSH**





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

<b>Kết quả kinh doanh</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>	<b>Cân đối kế toán</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
Doanh thu thuần	5.199	5.554	5.764	6.527	7.723	<b>Tài sản</b>					
- Giá vốn hàng bán	4.856	4.816	4.496	5.111	6.047	+ Tiền	95	161	167	189	224
Lợi nhuận gộp	343	738	1.268	1.416	1.676	+ ĐTTTC ngắn hạn	327	268	268	268	268
- Chi phí bán hàng	93	113	117	132	157	+ Phải thu	890	194	563	637	754
- Chi phí quản lí DN	100	138	144	163	192	+ Hàng tồn kho	1.593	2.152	1.748	1.987	2.351
Lợi nhuận HĐKD	151	487	1.008	1.121	1.327	+ Khác	243	356	369	418	495
EBIT	166	609	769	852	1.056	<b>Tài sản ngắn hạn</b>	3.148	3.130	3.115	3.500	4.092
- Chi phí lãi vay	141	216	0	0	0	+ Tài sản dài hạn	2.769	3.724	5.224	6.324	7.124
LNTT	25	393	769	852	1.056	+ Khấu hao lũy kế	256	422	753	1.193	1.714
- Thuế TNDN	-6	69	136	150	186	+ Tài sản dài hạn	2.513	3.301	4.471	5.130	5.410
LNST	30	324	634	702	870	+ ĐTTTC dài hạn	0	0	0	0	0
- Lợi ích CĐTS	4	1	2	3	3	+ Khác	873	1.035	1.074	1.216	1.439
LNST CĐ CT Mẹ	26	323	631	699	867	<b>Tài sản dài hạn</b>	3.386	4.336	5.545	6.347	6.849
EPS (đ)	0	1	3	3	4	<b>Tổng Tài sản</b>	6.534	7.467	8.660	9.846	10.941
EBITDA	255	667	1.100	1.292	1.577	<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)	2.188	1.802	1.862	2.117	2.505
Doanh thu	-26,6%	6,8%	3,8%	13,2%	18,3%	+ Vay ngắn hạn	704	842	1.685	2.246	2.402
LN HĐKD	-58,8%	223,6%	106,9%	11,3%	18,3%	+ Khác	120	140	145	164	194
LNST	-90,8%	1123,2%	95,7%	10,7%	24,0%	<b>Nợ ngắn hạn</b>	3.011	2.783	3.692	4.527	5.101
EBIT	-55,8%	267,1%	26,3%	10,7%	24,0%	+ Vay dài hạn	1.609	1.738	1.390	1.043	695
EPS	-90,8%	990,3%	95,7%	10,7%	24,0%	+ Phải trả dài hạn	6	6	6	7	8
Tổng tài sản	38,2%	14,3%	16,0%	13,7%	11,1%	<b>Nợ dài hạn</b>	1.614	1.743	1.396	1.049	703
Nợ vay	141,5%	11,5%	19,2%	6,9%	-5,8%	<b>Tổng nợ</b>	4.625	4.526	5.088	5.576	5.804
VCSH	9,5%	54,1%	21,5%	19,6%	20,3%	+ Vốn điều lệ	1.435	2.390	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	6,6%	13,3%	22,0%	21,7%	21,7%	+ Thặng dư	0	0	0	0	0
Tỷ suất LNST	0,6%	5,8%	11,0%	10,7%	11,3%	+ LN giữ lại	463	541	1.172	1.871	2.738
ROE DuPont	1,7%	13,4%	19,5%	17,9%	18,5%	+ Lợi ích CĐTS	11	9	9	9	9
ROA DuPont	0,5%	4,6%	7,9%	7,6%	8,4%	<b>Vốn chủ sở hữu</b>	1.908	2.940	3.572	4.271	5.137
Tỷ suất EBIT	3,2%	11,0%	13,3%	13,1%	13,7%	<b>Tổng nguồn vốn</b>	6.534	7.467	8.660	9.846	10.941
LNTT / LNST	123,7%	82,4%	82,4%	82,4%	82,4%	<b>Lưu chuyển tiền</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
LNTT / EBIT	14,8%	64,5%	100,0%	100,0%	100,0%	Tiền đầu năm	151	95	161	167	189
Vòng quay TTS	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	LNST	26	323	631	699	867
Đòn bẩy tài chính	3,1	2,9	2,5	2,4	2,2	+ Khấu hao lũy kế	105	180	330	440	520
ROIC	0,9%	6,7%	10,4%	9,9%	11,0%	+ Điều chỉnh	-71	-44	-39	-141	-222
<b>Hiệu quả hoạt động</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	+ Thay đổi VLD	-467	-767	87	-89	-140
Số ngày tồn kho	77,5	35,6	24,0	33,6	32,9	<b>Tiền từ HĐKD</b>	-407	-308	1.010	909	1.026
Số ngày phải thu	93,0	141,9	158,3	133,4	130,9	+ Thanh lý TSCĐ	24	476	0	0	0
Số ngày phải trả	153,7	151,2	148,7	142,1	139,5	+ Mua sắm TSCĐ	-1.012	-1.084	-1.500	-1.100	-800
Luân chuyển tiền	16,8	26,4	33,5	24,8	24,3	+ 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	0	0	0	0	0
TT hiện hành	1,05	1,12	0,84	0,77	0,80	<b>Tiền từ HĐĐT</b>	-180	59	0	0	0
TT nhanh	0,44	0,22	0,27	0,24	0,24	+ Cổ tức đã trả	-1.168	-549	-1.500	-1.100	-800
TT tiền mặt	0,03	0,06	0,05	0,04	0,04	+ Tăng (giảm) vốn	0	-4	0	0	0
Nợ / Tài sản	0,35	0,35	0,36	0,33	0,28	+ Nợ ngắn hạn	2.140	2.005	844	560	156
Nợ / Vốn sử dụng	0,55	0,47	0,46	0,44	0,38	+ Nợ dài hạn	-759	-1.789	-348	-348	-348
Nợ / Vốn CSH	1,21	0,88	0,86	0,77	0,60	+ Khác	0	0	0	0	0
						<b>Tiền từ HĐTC</b>	1.519	923	496	213	-191
						Lưu chuyển tiền	-56	66	6	22	35
						<b>Tiền cuối năm</b>	95	161	167	189	224

## 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>