

CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam (BAF)

KHẢ QUAN

Hàng tiêu dùng

Giá hiện tại	VND22.500
Cao nhất/ Thấp nhất 52 tuần	VND23.250/16.024
Giá mục tiêu	VND27.500
Giá mục tiêu trước đó	VND26.800
Consensus	N/a
Tiềm năng tăng giá	22,2%
Tỷ suất cổ tức	0,0%
Tổng tỷ suất sinh lời	22,2%

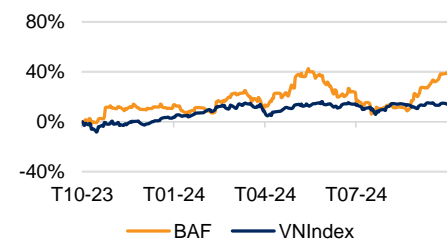
Triển vọng	Khả quan
Định giá	Khả quan
Phân tích kỹ thuật	Khả quan

Thị giá vốn (tr USD)	216,5
GTGDQBQ 3 tháng (tr USD)	2,3
Sở hữu NN (tr USD)	105,9
Số CP lưu hành (tr)	239
Số CP sau pha loãng (tr)	239

	BAF	Peers	VNI
P/E trượt	33,1x	19,0x	14,3x
P/B hiện tại	2,6x	1,6x	1,7x
ROA	2,4%	2,9%	6,1%
ROE	8,2%	3,8%	7,3%

*dữ liệu ngày 17/10/2024

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
BAF	2,5	0,0	12,5
Tương quan VNIIndex	18,1	9,5	35,3

Cơ cấu sở hữu

Siba Holdings	40,5%
Bùi Hương Giang	3,3%
Khác	56,2%

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 25 trang trại với quy mô trên 300.000 con lợn – nằm trong top 5 công ty chăn nuôi lợn nhất Việt Nam.

Chuyên viên phân tích:



Hà Thu Hiền

hien.hathu@vndirect.com.vn

Bước vào đà tăng trưởng

- Duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với tiềm năng tăng giá 22,2%. Chúng tôi nâng giá mục tiêu 2,6% khi giá cổ phiếu tăng 11,1% kể từ báo cáo gần nhất.
- Giá mục tiêu tăng do điều chỉnh dự phóng EPS và WACC.
- BAF đang giao dịch ở mức EV/EBITDA mục tiêu là 8,7x – thấp hơn 24,8% so với mức trung bình của các công ty 3F trong khu vực.

Tiêu điểm tài chính

- Doanh thu (DT) thuần của BAF giảm 22,9% svck, đạt 1,226 tỷ đồng trong Q2/24, trong khi biên lợi nhuận (LN) gộp tăng thêm 10,2 điểm % svck, chủ yếu nhờ vào tỷ trọng đóng góp cao hơn từ mảng 3F vào tổng LN gộp, từ 55,3% trong Q2/23 lên 95% trong Q2/24.
- Trong 6T24, DT và LN ròng của BAF lần lượt tăng 4,7% và 1.111% svck, hoàn thành 49,4% và 46,5% dự phóng cả năm của chúng tôi.

Luận điểm đầu tư

Chiến lược mở rộng mảng 3F thúc đẩy biên LN gộp tăng trong dài hạn

BAF đã thành công trong chiến lược mở rộng quy mô mảng 3F với doanh thu mảng này tăng 142,9% svck trong 6T24, đóng góp 53% vào tổng DT (cao hơn mức 22,8% trong 6T23). Nhờ đó, biên LN gộp mở rộng 7,3 điểm % svck trong 6T24. Chúng tôi ước tính 5 trang trại được đưa vào hoạt động trong Q1/24 cũng như 8 trang trại dự kiến hoạt động từ Q2/24 sẽ bắt đầu tạo ra doanh thu trong Q4/24-6T25, dẫn đến tỷ trọng đóng góp vào tổng DT từ mảng 3F sẽ tăng từ mức 24,6% trong 2023 lên mức 88,1% trong 2027. Do đó, chúng tôi dự phóng biên LN gộp tăng lên mức 18,1% trong 2027 từ mức 6,6% trong 2023.

Các yếu tố thị trường hỗ trợ biên LN gộp tăng trong ngắn hạn

Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ thịt sẽ tăng trong Q4/24 do cận Tết nguyên đán. Cùng với với nguồn cung có thể thắt chặt do lo ngại về bệnh dịch, chúng tôi dự phóng giá lợn sẽ duy trì ở mức cao tron Q4/24 (+33,6% svck). Trong khi đó, chúng tôi giả định chi phí nguyên liệu thức ăn chăn nuôi sẽ tiếp tục giảm trong thời gian tới, giúp các công ty chăn nuôi cải thiện biên LN gộp trong các quý tiếp tộn. Do đó, chúng tôi dự phóng biên LN gộp BAF tăng 8,1 điểm %/2,0 điểm % trong 2024-25.

Cơ hội mở rộng thị phần cho BAF từ thị phần chăn nuôi nông hộ

Tợn BAF, chăn nuôi hộ gia đình vẫn chiếm khoảng 49% thị phần thịt lợn trên thị trường, trong khi người tiêu dùng đang dần có thói quen mua sắm tại các siêu thị mini và lựa chọn các sản phẩm có thương hiệu, truy xuất được nguồn gốc. Chúng tôi cho rằng BAF có tiềm năng chiếm thêm thị phần từ các hộ chăn nuôi nhỏ lẻ, đặc biệt khi Luật Chăn nuôi 32/2018/QH14 tại Việt Nam đang dần được thực thi.

Đối tác chiến lược mới giúp hoàn thiện hệ sinh thái chăn nuôi khép kín

Ngày 16 tháng 9, BAF đã ký thỏa thuận hợp tác với Tập đoàn Muyuan, một doanh nghiệp chăn nuôi lớn đến từ Trung Quốc. Chúng tôi kỳ vọng thỏa thuận hợp tác này sẽ giúp BAF phát triển mô hình chăn nuôi khép kín hoàn chỉnh, giảm chi phí sản xuất và nâng cao khả năng cạnh tranh so với các đối thủ trong ngành. Trong năm 2025-26, chúng tôi cho rằng các ứng dụng kỹ thuật mới từ Muyuan sẽ bắt đầu mang lại kết quả, từ đó mở rộng biên LN gộp thêm 2,0 điểm %/1,1 điểm % svck.

	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng DT thuần	(26,6%)	8,2%	0,8%	7,8%
Tăng trưởng EPS	(90,6%)	658,1%	36,5%	16,4%
Biên lợi nhuận gộp	6,6%	14,7%	16,7%	17,8%
Biên LN ròng	0,5%	6,0%	8,2%	8,8%
P/E (x)	119,2	15,7	11,5	9,9
Rolling P/B (x)	1,7	1,8	1,5	1,5
ROAE	1,3%	17,3%	16,9%	18,1%
Nợ ròng trên VCSH	92,5%	73,4%	61,3%	39,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

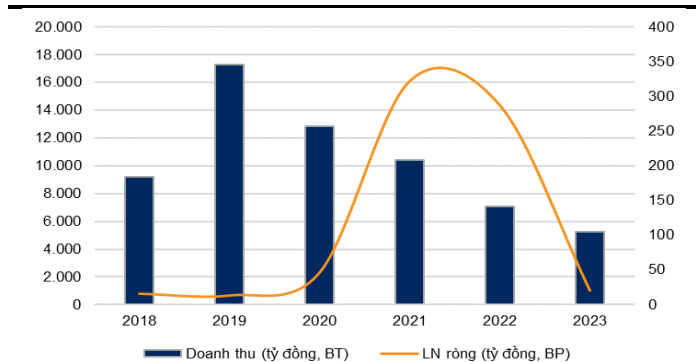
Tổng quan doanh nghiệp: Ngôi sao mới nổi trong mô hình 3F

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 tuy 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. Tịnon 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 tịnon chiều dọc. Hiện BAF đang vận hành 3 nhà máy thức ăn chăn nuôi phục vụ nhu cầu nội bộ, 28 trang trại với công suất 300.000 con lợn và chuẩn bị xây dựng 2 nhà máy chế biến thịt tại Bình Phước và Hòa Bình với công suất 240 con lợn thịt/giờ.

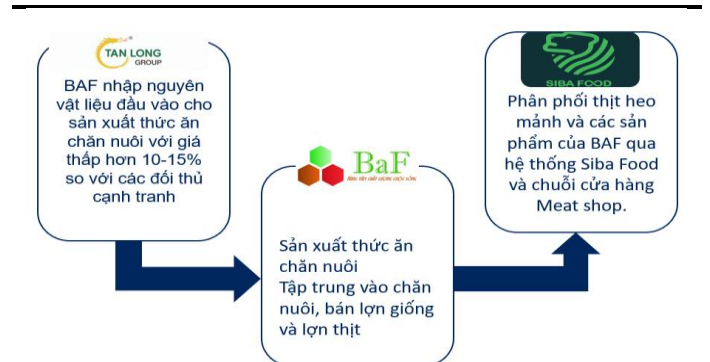
BAF là một mảnh ghép trong hệ sinh thái của Tập đoàn Tân Long - đơn vị dẫn đầu về nhập khẩu nguyên liệu thức ăn chăn nuôi tại Việt Nam. Tân Long không chỉ kinh doanh nông sản mà còn đầu tư chuỗi giá trị khép kín của ngành chăn nuôi. BAF là chìa khóa để Tập đoàn Tân Long thực hiện mô hình 3F. Nhờ sự hỗ 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, tịnon ban lãnh đạo.

Hình 1: DT và LN ròng của BAF giai đoạn 2018-23



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

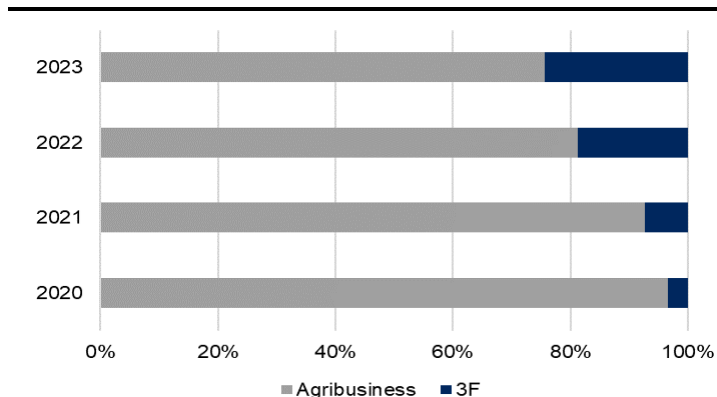
Hình 2: Hệ sinh thái của Tập đoàn Tân Long



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

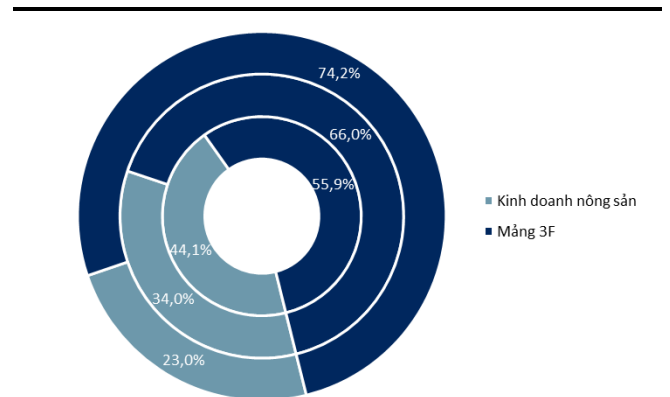
Kinh doanh nông sản đóng góp tỷ trọng lớn nhất trong DT năm 2023 với 74,9%, tịnon sau là mảng 3F với 24,6%. Tuy nhiên, mảng 3F đóng góp 74,2% LN gộp với biên LN gộp cao hơn (19,6%) so với 2,0% của mảng kinh doanh nông sản.

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



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

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



Vòng tròn trong: 2021 – Vòng giữa: 2022 – Vòng tròn ngoài: 2023
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Tóm tắt KQKD: Chi phí thuế thu nhập hoãn lại gây áp lực lên LN ròng

Hình 5: Kết quả kinh doanh Q2/24

Tỷ đồng	Q2/24	svck	6T24	svck	2024	6T24 sv dự phóng	6T23 sv cả năm
Doanh thu	1.226	-22,9%	2.518	4,7%	5.102	49,4%	46,2%
Kinh doanh nông sản	418	-69,2%	1.182	-35,5%	2.995	39,5%	46,6%
3F	807	288,0%	1.335	142,9%	2.105	63,4%	42,5%
Lợi nhuận gộp	174	175,6%	345	122,2%	692	49,9%	45,3%
Chi phí BH&QLDN	77	70,0%	124	40,7%	188	65,9%	45,6%
Lợi nhuận tài chính	(65)	N/a	(105)	N/a	(125)	83,8%	35,9%
Lợi nhuận trước thuế	67	380,9%	206	1028,5%	380	54,2%	72,9%
Lợi nhuận ròng	34	326,6%	154	1111,7%	331	46,5%	47,0%
Biên LN gộp	14,2%	10,2 đ %	13,7 đ %	7,3 đ %	13,6 đ %	0,2 đ %	-0,1 đ %
Biên LN ròng	2,8%	2,3 đ %	6,1 đ %	5,6 đ %	6,5 đ %	-0,4 đ %	0,0 đ %

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

DT giảm 22,9% svck, phù hợp với dự phóng của chúng tôi

DT thuần của BAF giảm 22,9% svck, đạt 1.226 tỷ đồng trong Q2/24, trong đó:

- DT hoạt động kinh doanh nông nghiệp, chiếm khoảng 34,1% tổng DT (so với 59,25% trong Q1/24), giảm 69,2% svck. Tỉ lệ ước tính của chúng tôi, kết quả này là do: 1) Giá bán giảm 30% svck do xu hướng giảm giá thực phẩm toàn cầu; và 2) Công ty chủ động thu hẹp quy mô mảng kinh doanh nông nghiệp để tập trung vào mảng 3F.
- Trong khi đó, DT từ mảng 3F tăng 288% svck, đạt 807 tỷ đồng, chủ yếu nhờ sản lượng bán tăng 136,1% svck và giá bán trung bình tăng 16,9% svck. So với Q1/24, doanh thu 3F tăng 53,1% sv quý trước, chúng tôi cho rằng việc BAF khánh thành 5 trang trại mới trong Q1/24 đã giúp sản lượng bán tăng 37,1% sv quý trước trong Q2/24.

Biên LN gộp cải thiện

LN gộp của BAF trong Q2/24 tăng 175,6% svck, đạt 174 tỷ đồng. Trong đó, biên LN gộp Q2/24 cũng tăng đáng kể 10,2 điểm % svck, chủ yếu nhờ vào đóng góp cao hơn của mảng 3F vào tổng LN gộp, từ 55,3% trong Q2/23 lên 95% trong Q2/24.

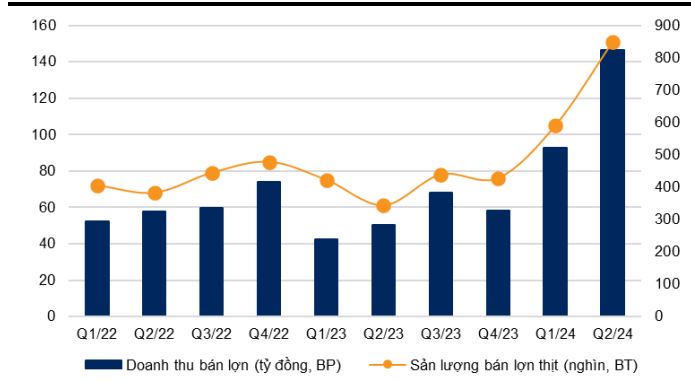
Chi phí lãi vay tăng do đầu tư mở rộng trang trại

Chi phí lãi vay trong Q2/24 tăng 67% svck, với hệ số nợ/vốn CSH ở mức 1,0 lần, chủ yếu do tổng nợ ngắn hạn và dài hạn tăng 12% svck. Nợ của BAF tăng do công ty đẩy mạnh đầu tư và xây dựng trang trại trong 6T24. Trong Q2/24, BAF tiếp tục xây dựng 8 trang trại mới, dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong 6T25. Trong khi đó, DT tài chính giảm từ 23 tỷ đồng xuống còn 1,5 tỷ đồng, chủ yếu do có khoản thu nhập bất thường trong Q2/23.

Ngoài ra, chi phí bán hàng và quản lý (SG&A) tăng 70% svck, chủ yếu do chi phí vận chuyển cao hơn trong Q2/24. Do chi phí thuế hoãn lại tăng mạnh từ 1,7 tỷ đồng trong Q2/23 lên 22,7 tỷ đồng trong Quý 2/2024, LN sau thuế tăng 326,6% svck, thấp hơn so với mức tăng 380% svck của LN trước thuế.

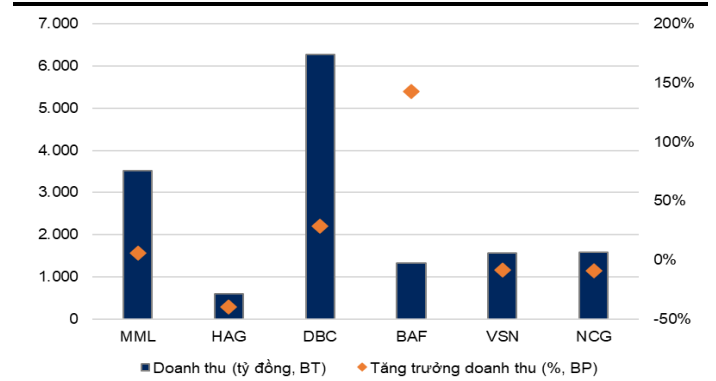
Trong 6T24, DT và LNST của BAF tăng lần lượt 4,7%/1111,7% svck, hoàn thành lần lượt 49,4%/46,5% dự phóng cả năm của chúng tôi.

Hình 6: Sản lượng và doanh thu bán thịt lợn của BAF



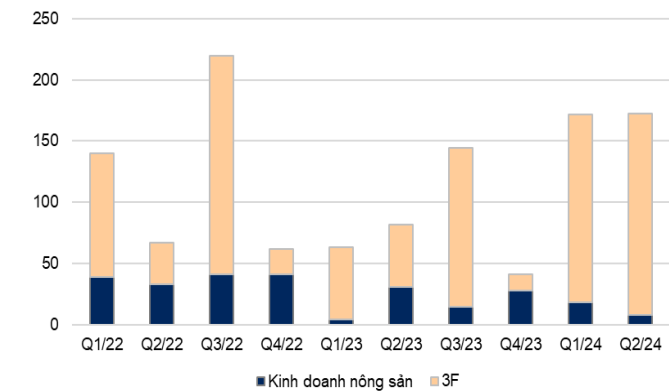
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 7: DT 3F của BAF tăng trưởng đáng kể so với các công ty cùng ngành trong Q2/24



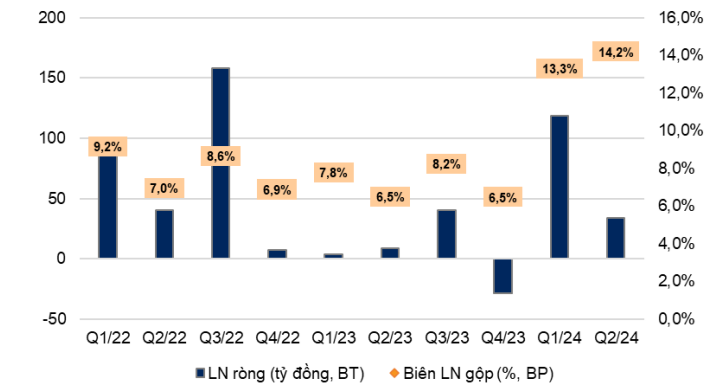
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 8: Tỷ trọng LN gộp của BAF tịon mảng (đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 9: LN ròng và biên LN gộp của BAF



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 10: Bảng cân đối kế toán Q2/24

Tỷ đồng	Q2/24	Q1/24	Q4/23	Q3/23	Q2/23
Tiền mặt	1.108	391	423	401	433
Số ngày phải thu	31	55	68	123	82
Số ngày tồn kho	143	140	86	110	80
Số ngày phải trả	138	168	130	215	157
Chi phí tài sản cố định	254	(157)	(291)	(569)	(125)
Khấu hao	40	35	31	26	23
Tài sản cố định	1.777	1.529	1.615	1.413	1.082
Nợ / vốn chủ sở hữu	1,2	1,2	1,2	1,1	0,8

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Triển vọng 2024-25

Thay đổi dự phóng 2024-2025

Hình 11: Thay đổi dự phóng 2024-25

Đơn vị: tỷ đồng	2023	Cũ		Mới			
		2024	2025	2024	% svck	2025	% svck
Doanh thu thuần	5.249	5.102	4.495	5.624	7,1%	5.666	0,8%
Kinh doanh nông sản	3.934	2.995	1.819	2.437	-38,0%	1.476	-39,4%
Màng 3F	1.291	2.105	2.674	3.184	146,6%	4.188	31,5%
Lợi nhuận gộp	343	692	702	829	141,4%	947	14,3%
Biên LN gộp	6,6%	13,6%	15,6%	14,7%	8,1đ %	16,7%	2,0đ %
Chi phí BH và QLDN	193	188	180	256	32,7%	275	7,6%
% chi phí BH và QLDN/DT	3,7%	3,7%	4,0%	4,5%	0,8đ %	4,9%	0,3đ %
EBIT	151	504	523	573	280,7%	672	17,3%
Biên EBIT	2,9%	9,9%	11,6%	10,2%	7,3đ %	11,9%	1,7đ %
Chi phí tài chính	(155)	(147)	(122)	(173)	11,6%	(167)	-3,8%
Chi phí lãi vay	(141)	(147)	(122)	(173)	22,6%	(167)	-3,8%
Chi phí thuế	(6)	49	57	85	N/a	82	-3,7%
Thuế suất	-23,7%	13,0%	13,0%	20,0%	N/a	15,0%	-5,0đ %
Lợi nhuận ròng	27	331	380	339	1161,1%	463	36,5%
Biên LN ròng	0,5%	6,5%	8,5%	6,0%	5,5đ %	8,2%	2,1đ %

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Những tín hiệu tích cực từ ngành chăn nuôi

Giá lợn hơi có thể tiếp tục duy trì ở mức cao...

Trong T9/2024, giá lợn hơi trung bình tăng 15,3% svck/ 2,1% sv tháng trước/ 23,7% từ đầu năm lên mức 64.900 đồng/kg, kéo theo giá trung bình trong Q3/24 tăng 10,0% svck lên 64.300 đồng/kg. Chúng tôi cho rằng giá lợn hơi tăng mạnh do 1) yếu tố mùa vụ: cụ thể là vào mùa tựu trường tháng 9, các bếp ăn tập thể mở cửa trở lại, dẫn đến nhu cầu tiêu thụ phục hồi; và 2) thiếu hụt nguồn cung trong ngắn hạn do ảnh hưởng của bão Yagi tại miền Bắc Việt Nam.

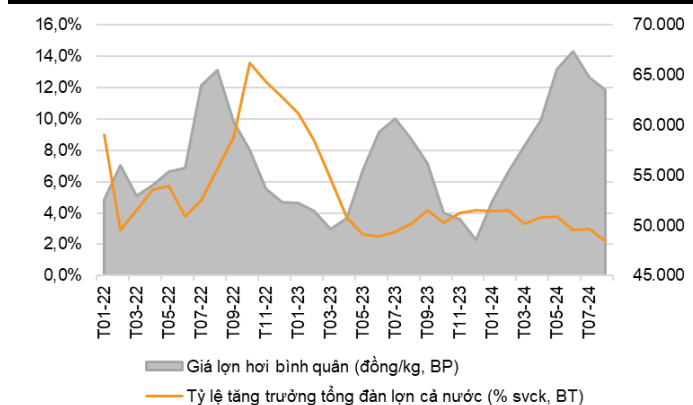
Chúng tôi cho rằng nguồn cung thịt lợn có thể tiếp tục thắt chặt trong ngắn hạn do:

- Bão Yagi tạm thời làm gián đoạn nguồn cung thịt lợn ở miền Bắc Việt Nam. Theo báo cáo nhanh về phòng chống thiên tai ngày 13/09/2024, bão Yagi gây ra thiệt hại tổng cộng 9.079 con gia súc và 1.956.449 con gia cầm. Hơn nữa, môi trường dễ lây nhiễm dịch bệnh sau bão khiến thời gian tái đàn có thể bị trì hoãn thêm, ảnh hưởng tiêu cực đến nguồn cung thịt lợn trong thời gian tới.
- Dịch tả lợn châu Phi đang bùng phát trở lại và chưa được kiểm soát. Khí hậu ẩm ướt vào mùa mưa tại miền Nam Việt Nam, thường bắt đầu từ tháng 5 đến cuối tháng 10, khiến việc kiểm soát dịch bệnh trở nên khó khăn hơn. Kể từ đầu năm đến T7/2024, có 645 ổ dịch tại 44 tỉnh, thành phố, dẫn đến việc tiêu hủy 41.742 con lợn, tăng gấp 3,4 lần svck.

Trong khi đó, chúng tôi cho rằng Tết Nguyên đán diễn ra vào tháng 1 sẽ thúc đẩy nhu cầu thịt lợn tăng cao khi các hộ gia đình và cơ sở chế biến thịt lợn

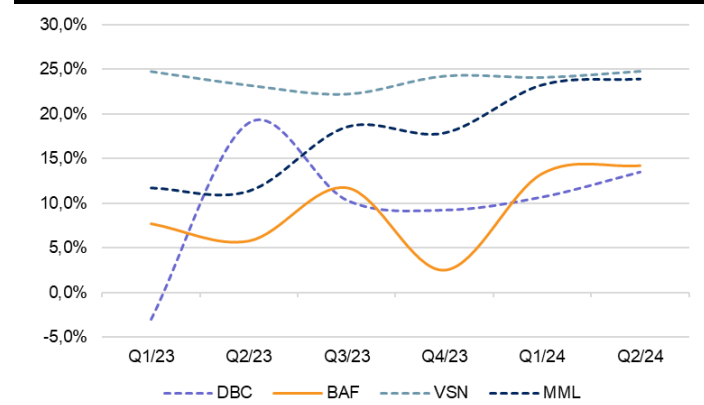
chuẩn bị cho mùa Tết. Cùng với nhu cầu cao, nguồn cung thắt chặt do các nỗ lực tái đàn thận trọng trong bối cảnh lo ngại về dịch bệnh đang diễn ra cũng sẽ giữ giá lợn ở mức cao trong Q4/24. Do đó, chúng tôi dự phóng giá lợn hơi trung bình tăng 33,6% svck lên 67.000 đồng/kg trong Q4/24, và lần lượt tăng 16,3%/2% svck trong các năm 2024-25.

Hình 12: Tốc độ tăng trưởng đàn lợn cả nước vẫn ở mức thấp



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, GSO

Hình 13: Công ty 3F cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp cao trong 6T24

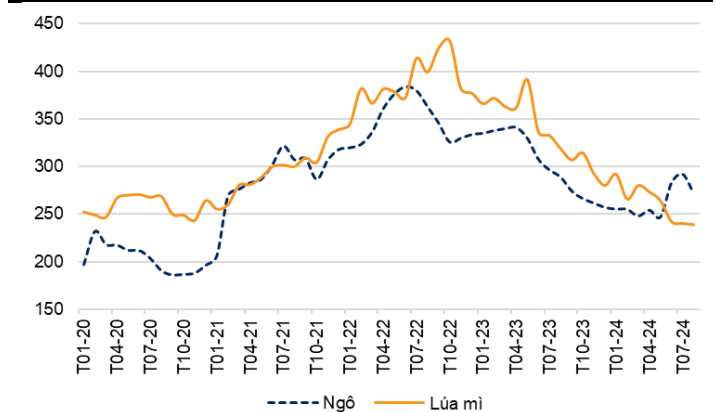


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Trong khi giá nguyên liệu thức ăn chăn nuôi tiếp tục giảm

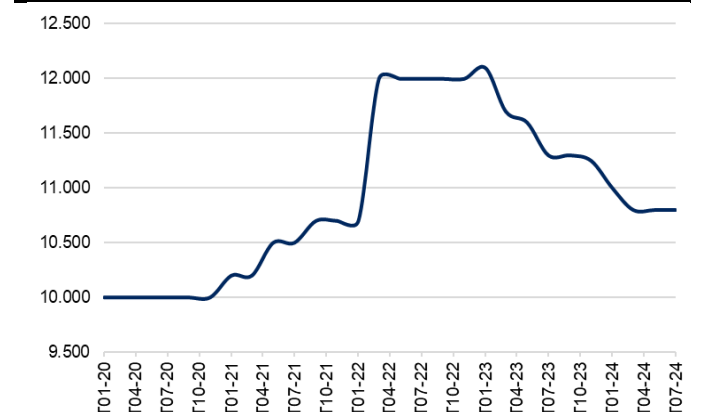
Vào T8/2024, giá nhập khẩu ngô/lúa mì/đậu tương giảm lần lượt 9,3%/40,7%/31,8% svck; trong 8T24, các mức giá này giảm 7,1%/14,6%/12,0% svck. Do ngô, lúa mì và đậu tương là nguyên liệu chính cho sản xuất thức ăn chăn nuôi, chúng tôi kỳ vọng giá nguyên liệu đầu vào duy trì đà giảm sẽ tiếp tục tạo áp lực giảm giá lên thức ăn chăn nuôi. Theo khảo sát của chúng tôi, đã có hai đợt giảm giá thức ăn chăn nuôi từ đầu năm đến T9/2024. Trong Q4/24, chúng tôi cho rằng giá nguyên liệu thức ăn chăn nuôi ở mức thấp sẽ giữ chi phí thức ăn chăn nuôi ổn định hoặc thậm chí có thể giảm thêm, mang lại tiềm năng cho các công ty chăn nuôi như BAF, DBC trong việc cải thiện biên lợi nhuận gộp trong các quý sắp tới.

Hình 14: Giá nguyên liệu đầu vào cho thức ăn chăn nuôi đầu giảm (đơn vị: USD/tấn)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FIINPRO

Hình 15: Giá thức ăn chăn nuôi lợn hạ nhiệt từ mức cao năm 2022 (đồng/kg)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, AGROMONITOR

Bước vào đà tăng trưởng lợi nhuận

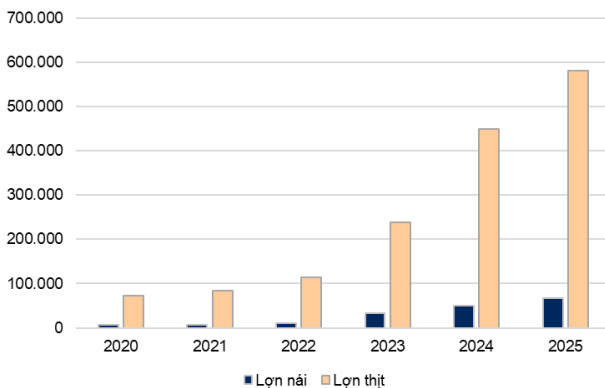
Mảng 3F thúc đẩy tăng trưởng doanh thu dài hạn

Trong Q2/24, BAF đã khởi công ba trang trại mới với quy mô tổng cộng 60.000 lợn thịt và 5.000 lợn nái. Cùng với các trang trại mới bắt đầu hoạt động trong Q1/24, chúng tôi ước tính tổng đàn của BAF trong 6T24 tăng 47,9% svck sv cuối năm 2023. Trong Q4/24, công ty dự kiến đưa thêm năm trang trại vào hoạt động tại Quảng Ninh, Thanh Hóa và Đắk Nông với tổng quy mô 90.000 lợn thịt và 7.400 lợn nái, nâng tổng số trang trại lên 37. Theo ước tính của chúng tôi, tổng đàn lợn của BAF tăng 83,8% svck trong năm 2024 sau khi các trang trại này đi vào hoạt động vào nửa cuối năm 2024 như kế hoạch của công ty. Năm 2025, BAF có kế hoạch tiếp tục khai trương bốn trang trại mới với tổng quy mô 17.500 lợn nái và 132.000 lợn thịt.

Theo BAF, chăn nuôi hộ gia đình vẫn chiếm khoảng 49% thị phần trên thị trường thịt lợn, trong khi người tiêu dùng đang dần có thói quen mua sắm tại các siêu thị mini và lựa chọn các sản phẩm có thương hiệu có thể truy xuất nguồn gốc. Chúng tôi cho rằng BAF có tiềm năng chiếm thêm thị phần từ các hộ chăn nuôi nhỏ lẻ, đặc biệt khi Luật Chăn nuôi 32/2018/QH14 đang dần được thực thi.

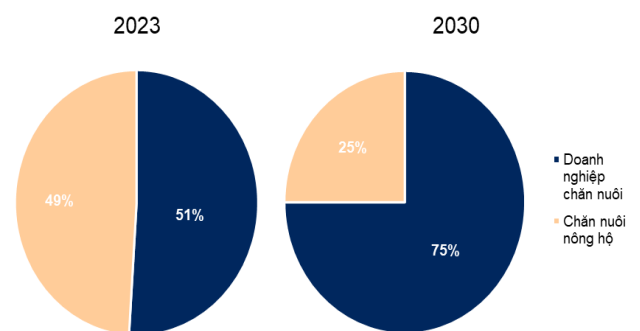
Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ mảng 3F tăng 97,1% svck/29,0% svck trong các năm 2024-25. Trong khi đó, chúng tôi dự phóng giá bán bình quân tăng 6,0%/2,0% svck trong giai đoạn 2024-25, nhờ vào các yếu tố tích cực trên thị trường. Chúng tôi dự phóng giá bán của BAF tăng chậm hơn so với giá lợn hơi trung bình trên thị trường do trong nửa đầu năm 2024, BAF bán lợn nái thải (với giá bán thấp hơn 30%-40% so với giá lợn thịt trung bình trên thị trường), dẫn đến giá bán bình quân của công ty thấp hơn.

Hình 16: BAF ghi nhận tốc độ mở rộng quy mô đàn lợn nhanh chóng từ năm 2023



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

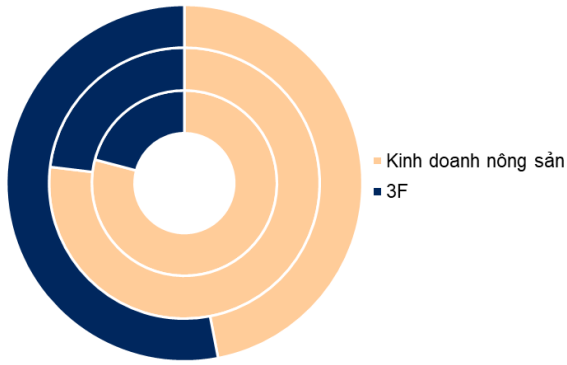
Hình 17: BAF kỳ vọng thị phần hộ nông dân giảm đáng kể vào năm 2030



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

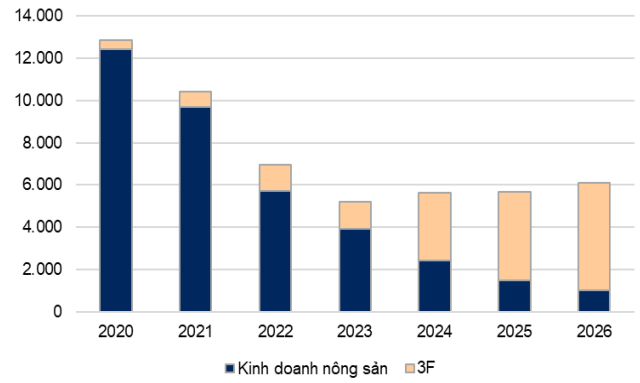
Ngoài ra, chúng tôi cho rằng ban lãnh đạo sẽ thực hiện chiến lược thu hẹp mảng kinh doanh nông sản trong năm 2024. Trong nửa đầu 2024, tỷ trọng DT từ mảng này trong tổng doanh thu đã giảm xuống còn 46,9% so với mức 76,1% trong nửa đầu 2023. Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu từ mảng kinh doanh nông sản giảm 38,0% svck/39,4% svck trong giai đoạn 2024-25, lần lượt đóng góp 43,3% và 26,1% vào tổng doanh thu. Kết quả là, chúng tôi dự phóng BAF ghi nhận tổng doanh thu tăng trưởng 8,2% svck và 0,8% svck trong năm 2024-25.

Hình 18: Quy mô doanh thu kinh doanh nông sản bị thu hẹp đáng kể trong 6T24



Vòng tròn trong: 6T22 – Vòng giữa: 6T23 – Vòng tròn ngoài: 6T24
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 19: Chúng tôi kỳ vọng mảng 3F thúc đẩy tăng trưởng DT dài hạn



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Đối tác chiến lược mới giúp hoàn thiện hệ sinh thái chăn nuôi khép kín

Vào ngày 16/9, BAF đã ký kết thỏa thuận hợp tác với Tập đoàn Muyuan, một doanh nghiệp chăn nuôi lớn đến từ Trung Quốc. Muyuan có hơn 30 năm kinh nghiệm trong mô hình 3F, bao gồm chế biến thức ăn chăn nuôi, nuôi lợn giống, nuôi lợn thịt, giết mổ và chế biến thịt. Các sản phẩm chính của họ bao gồm lợn thương phẩm, lợn giống, lợn con và thịt lợn. Năm 2023, Muyuan đã cung cấp khoảng 63,82 triệu con lợn ra thị trường, đứng đầu thế giới. Họ cũng giết mổ 13,26 triệu con lợn và phân phối thịt lợn tới 67 thành phố thuộc 20 tỉnh.

Thỏa thuận hợp tác giữa BAF Việt Nam và Muyuan bao gồm:

- Chuyển giao cho BAF công nghệ chuồng trại nhiều tầng. Mô hình này đã được áp dụng lâu dài ở Trung Quốc, mỗi tầng phục vụ một mục đích cụ thể. Hệ thống chuồng trại nhiều tầng gồm 6 tầng, trong đó tầng 5 và 6 dùng để chăn nuôi lợn nái, tầng 3 và 4 dùng cho lợn cai sữa, và 2 tầng dưới cùng cho lợn thương phẩm. Thiết kế này giúp công ty tiết kiệm không gian cho việc mở rộng trang trại và tăng hiệu quả sử dụng trang trại.
- Muyuan cung cấp dịch vụ tư vấn toàn diện và chuyển giao thiết kế, quy trình và công nghệ hoàn chỉnh cho việc xây dựng và vận hành nhà máy sản xuất thức ăn chăn nuôi cho BAF. Điều này bao gồm việc áp dụng công nghệ lên men của Muyuan, giúp cải thiện giá trị dinh dưỡng của bã đậu nành và bã sắn, từ đó giảm chi phí sản xuất thức ăn chăn nuôi.
- Ngoài ra, Muyuan sẽ chuyển giao công nghệ vận hành phòng thí nghiệm, cung cấp chuyên gia đào tạo và trang thiết bị thông minh để tăng cường hiệu quả phòng chống dịch bệnh. Điều này sẽ giúp công ty giảm đáng kể tỷ lệ lợn chết do dịch bệnh.

Chúng tôi kỳ vọng sự hợp tác với Muyuan sẽ giúp BAF phát triển mô hình chăn nuôi khép kín hoàn chỉnh, giảm chi phí sản xuất và nâng cao khả năng cạnh tranh so với các đối thủ trong ngành. Trong năm 2024, chúng tôi dự phóng biên LN gộp của công ty mở rộng thêm 8,1% nhờ 1) giá lợn hơi trung bình cao hơn; 2) chi phí đầu vào cho sản xuất thức ăn chăn nuôi thấp hơn; và 3) tỷ trọng đóng góp từ mảng 3F cao hơn trong LN gộp. Trong giai đoạn 2025-26, chúng tôi giả định các ứng dụng kỹ thuật mới từ Muyuan sẽ bắt đầu mang lại kết quả, giúp nâng biên LN gộp thêm 2,0 điểm %/1,1 điểm % svck. Tóm lại, chúng tôi dự phóng LN ròng tăng gấp 12,6 lần svck trong năm 2024 và duy trì đà tăng trưởng 36,5% svck trong năm 2025.

Định giá: Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 27.500đ/cp

Định giá của chúng tôi dựa trên sự kết hợp tỷ trọng bằng nhau giữa định giá DCF và EV/EBITDA. Chúng tôi đã điều chỉnh tăng giá mục tiêu thêm 2,6% do tác động của:

- Phương pháp DCF: 1) điều chỉnh dự phóng EPS năm 2024 tăng 2,5% và 2) giảm WACC từ 7,4% xuống 7,3% do chúng tôi nâng lãi suất phi rủi ro từ 2,6% lên 2,78% (dựa trên trái phiếu kỳ hạn 10 năm tính đến ngày 30 tháng 6), tăng trị số beta từ 0,7x lên 0,8x theo sự điều chỉnh của thị trường, nhưng giảm chi phí sử dụng nợ từ 9,0% xuống 7,8%.
- Phương pháp EV/EBITDA: Giữ nguyên EV/EBITDA mục tiêu 9,5 lần (chiết khấu 25,6% so với EV/EBITDA cùng ngành) áp dụng cho EBITDA năm 2024.

Tiềm năng tăng giá bao gồm 1) nhu cầu tiêu thụ thịt cao hơn dự kiến và 2) giá lợn hơi cao hơn dự kiến.

Rủi ro giảm giá bao gồm 1) tiêu thụ thịt tại Việt Nam thấp hơn dự kiến, 2) việc mở rộng các trang trại mới chậm hơn dự kiến và 3) giá đầu vào nguyên liệu sản xuất thức ăn chăn nuôi tăng nhanh hơn dự kiến.

Hình 20: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	28.072	50%	14.036
EV/EBITDA	27.000	50%	13.500
Giá trung bình (đ/cp)			27.536
Giá mục tiêu (đ/cp)			27.500
P/E (x)			14,4

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: Phương pháp (EV/EBITDA)

EBITDA 2024 (tỷ đồng)	867
Hệ số EV/EBITDA mục tiêu (lần)	9,5
Tổng nợ (tỷ đồng)	2.407
Lợi ích cổ đông thiểu số (tỷ đồng)	0
Tiền và tương đương tiền (tỷ đồng)	710
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	6.492
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	238,7
Giá cổ phiếu (đ/cp)	27.000

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 22: Giá định

Chi phí sử dụng vốn	
Beta	0,8
Phần bù rủi ro thị trường	7,8%
Lãi suất phi rủi ro	2,8%
Chi phí vốn CSH	8,6%
Chi phí sử dụng nợ	7,4%
Thuế DN	20,0%
WACC	7,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 23: Giá mục tiêu (DCF)

Phương pháp DCF	Giá trị	Đơn vị
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	4.717	tỷ đồng
Giá trị hiện tại của năm cuối mô hình	3.423	tỷ đồng
Giá trị doanh nghiệp	8.140	tỷ đồng
Nợ ròng	(1.438)	tỷ đồng
Giá trị vốn CSH	6.702	tỷ đồng
SL cổ phiếu	239	triệu
Giá cổ phiếu	28.072	đồng/cp

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 24: Định giá DCF – Tóm tắt dự phóng dòng tiền (FCF)

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
EBIT	573	672	768	762	753	712	661	601	529
Khấu hao	294	432	559	641	699	752	798	839	874
Đầu tư tài sản cố định	(1.753)	(1.248)	(1.143)	(734)	(524)	(472)	(419)	(367)	(314)
Thay đổi vốn lưu động	398	255	634	301	312	331	368	391	444
Dòng tiền tự do	(489)	111	818	970	1.241	1.323	1.408	1.464	1.532
Chi phí thuế	(85)	(82)	(95)	(99)	(97)	(95)	(86)	(79)	(68)
Dòng tiền tự do doanh nghiệp	(573)	30	723	872	1.143	1.229	1.322	1.385	1.465
Giá trị năm cuối mô hình									7.217
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	(534)	26	585	658	804	805	807	789	777
Giá trị hiện tại của giá trị năm cuối mô hình									3.423

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 25: So sánh các DN khác trong ngành (dữ liệu ngày 11/10/2024)

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa Tr USD	Doanh thu trượt		LN ròng trượt		D/E x	ROE %	P/E trượt 12T x	P/E điều chỉnh x	P/B x	EV/EBITDA 2024
			12T Tr USD	svck %	12T Tr USD	svck %						
Charoen pokphand foods PUB	Thái Lan	6.239	16.251	-5,2	277	80,4	167,7	2,6	116,5	N/a	0,9	16,2
Thai union group PCL	Thái Lan	1.888	3.856	-6,2	-353	N/a	104,9	-23,3	10,8	13,5	1,4	10,5
Tập đoàn Dabaco VN	Việt Nam	407	481	1,6	10	N/a	136,5	5,0	35,9	20,2	1,7	12,4
Masan MEATLife	Việt Nam	331	294	46,0	-23	-165,4	108,7	-7,4	N/a	N/a	1,6	N/a
Hoàng Anh Gia Lai	Việt Nam	469	268	-2,7	77	79,3	82,3	27,3	7,0	9,1	1,5	10,9
Henan Shuanghui Investment & D	Trung Quốc	12.058	7.926	-12,3	631	-21,2	40,4	21,5	19,0	20,0	4,1	N/a
Trung bình			4.846	3,5	103,2	-6,7	106,8	3,8	19,0	16,8	1,6	11,6
Trung vị			2.169	-3,9	43,5	29,0	106,7	4,3	37,9	15,7	1,9	12,5
CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam	Việt Nam	219	223	-0,2	7	-1,0	123,4	8,5	33,1	33,1	2,4	8,7

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 26: Phân tích độ nhạy của định giá

Tăng trưởng dài hạn		Chi phí vốn						
		7,7%	8,0%	8,3%	8,6%	8,9%	9,2%	9,5%
	1,1%	28.500	28.000	27.600	27.100	26.700	26.300	25.900
	1,4%	28.700	28.200	27.700	27.300	26.800	26.400	26.000
	1,7%	28.900	28.400	27.900	27.400	27.000	26.600	26.100
	2,0%	29.200	28.600	28.100	27.500	27.100	26.700	26.300
	2,3%	29.500	28.900	28.300	27.800	27.300	26.800	26.400
	2,6%	29.800	29.100	28.600	28.000	27.500	27.000	26.600
	2,9%	30.100	29.500	28.800	28.200	27.700	27.200	26.700

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Kết quả kinh doanh

(Tỷ VND)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F
Doanh thu thuần	17.288	12.846	10.434	7.083	5.199	5.624	5.666
Kinh doanh nông sản	16.863	12.415	9.671	5.732	3.934	2.437	1.476
3F	621	522	1.018	1.229	1.291	3.184	4.188
Giá vốn hàng bán	(17.092)	(12.650)	(9.947)	(6.558)	(4.856)	(4.795)	(4.719)
Lợi nhuận gộp	196	195	488	525	343	829	947
Chi phí quản lý DN	(8)	(15)	(54)	(88)	(100)	(103)	(110)
Chi phí bán hàng	(9)	(17)	(70)	(160)	(193)	(256)	(275)
LN hoạt động	187	179	418	366	151	573	672
EBITDA thuần	193	196	450	424	255	867	1.104
Chi phí khấu hao	6	17	32	59	105	294	432
LN HD trước thuế & lãi vay	187	179	418	366	151	573	672
Thu nhập tài chính	7	4	5	8	38	28	43
Chi phí tài chính	(180)	(119)	(32)	(31)	(155)	(173)	(167)
Thu nhập ròng khác	3	(6)	0	(5)	(9)	(4)	(4)
Thu nhập từ các công ty LDLC	0	0	(1)	1	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	16	58	390	339	25	424	545
Chi phí thuế	(3)	(12)	(69)	(51)	6	(85)	(82)
Lợi nhuận ròng	13	46	322	288	30	339	463

Cân đối kế toán

(Tỷ VND)	12-19A	12-20A	12-21A	12-22A	12-23A	12-24E	12-25F
Tiền & Tương đương tiền	29	68	241	151	95	204	366
Đầu tư tài chính ngắn hạn	11	17	57	100	327	506	680
Các khoản phải thu ngắn hạn	5.072	3.519	2.765	1.314	890	963	971
Hàng tồn kho	907	989	1.088	882	1.593	1.575	1.530
Tài sản ngắn hạn khác	0	8	12	27	28	6	6
Tổng tài sản ngắn hạn	6.036	4.665	4.330	2.663	3.148	3.746	3.758
Tài sản cố định	45	213	334	889	1.430	2.890	3.706
Tổng tài sản đầu tư	15	35	44	30	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	115	195	275	570	864	935	942
Tổng tài sản	6.338	5.246	5.457	4.729	6.534	8.719	9.551
Nợ vay ngắn hạn	1.844	10	15	264	704	1.012	1.020
Phải trả người bán ngắn hạn	4.105	4.529	3.774	1.901	2.188	2.647	2.838
Phải trả ngắn hạn khác	12	24	49	63	33	36	36
Tổng nợ ngắn hạn	5.967	4.616	3.851	2.292	3.011	3.762	3.960
Nợ vay dài hạn	60	64	149	693	1.156	1.395	1.469
Phải trả dài hạn khác	192	0	3	2	458	562	656
Vốn góp của chủ sở hữu	100	500	780	1.435	1.435	2.387	2.387
Lợi nhuận giữ lại	20	66	387	299	325	664	1.127
Vốn chủ sở hữu	120	566	1.455	1.743	1.908	3.000	3.465
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0	0	0
Tổng nợ và VCSH	6.338	5.246	5.457	4.729	6.534	8.719	9.551

Lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ VND)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F
Lợi nhuận trước thuế	16	58	390	339	25	424	545
Khấu hao	6	17	32	59	105	294	432
Thuế đã nộp	(2)	(4)	(63)	(18)	(58)	(85)	(82)
Các khoản điều chỉnh khác	173	131	(26)	68	156	209	351
Thay đổi vốn lưu động	(420)	1.633	(207)	(677)	(600)	398	255
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	(230)	1.823	157	(269)	(420)	1.031	1.151
Đầu tư TSCĐ	(20)	(192)	(482)	(504)	(1.012)	(1.753)	(1.248)
Thu từ thanh lý, nhượng bán TSCĐ	0	2	24	0	24	0	0
Các khoản khác	49	(89)	(179)	(70)	(180)	284	178
Thay đổi tài sản dài hạn khác	9	2	4	(4)	13	0	0
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT	38	(276)	(633)	(579)	(1.155)	(1.469)	(1.070)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	400	280	66	0	95	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0	0	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	216	(1.908)	89	758	1.381	548	81
Dòng tiền từ HĐ tài chính khác	0	0	0	0	0	0	0
Cổ tức	0	0	0	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC	216	(1.508)	648	758	1.519	548	81
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	6	29	68	241	151	95	204
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	23	39	173	(89)	(56)	109	162
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	29	68	241	151	95	204	366

Các chỉ số chính

Chỉ số định giá	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F
EPS (VND)	1.296	917	2.242	1.998	187	1.421	1.939
P/E	N/a	N/a	6,1	6,2	92,8	15,7	11,5
PEG 1 năm	N/a	N/a	0,0	-0,6	-1,0	0,0	0,3
P/S	N/a	N/a	0,3	0,4	0,7	0,9	0,9
P/B	N/a	N/a	0,7	1,0	1,3	1,8	1,5
Tỷ suất cổ tức	N/a	N/a	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%	0,0%	0,0%
Chỉ số tăng trưởng	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F
Tăng trưởng doanh thu	87,4%	-25,7%	-18,8%	-32,1%	-26,6%	8,2%	0,8%
Tăng trưởng LN gộp	58,5%	-0,3%	149,8%	7,8%	-34,7%	141,4%	14,3%
Tăng trưởng LN ròng	-16,1%	253,6%	602,2%	-10,6%	-89,5%	1018,5%	36,5%
Tăng trưởng EPS	-16,1%	-29,3%	144,6%	-10,9%	-90,6%	658,1%	36,5%
Chỉ số hiệu quả sinh lời	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F
Biên LN gộp	1,1%	1,5%	4,7%	7,4%	6,6%	14,7%	16,7%
Biên EBITDA	1,1%	1,5%	4,3%	6,0%	4,9%	15,4%	19,5%
Biên LN hoạt động	1,1%	1,4%	4,0%	5,2%	2,9%	10,2%	11,9%
Biên LN ròng	0,1%	0,4%	3,1%	4,1%	0,6%	6,0%	8,2%
ROAA	0,3%	1,0%	7,3%	6,7%	0,4%	5,6%	6,0%
ROAE	14,3%	16,9%	38,7%	21,2%	1,3%	17,3%	16,9%
Chỉ số đòn bẩy	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F
Khả năng trả lãi vay (EBIT/Lãi vay)	0,1	0,5	47,3	9,3	0,2	2,4	3,3
EBITDA/(Lãi vay + CAPEX)	1,0	0,6	0,9	0,8	0,2	0,4	0,8
Nợ vay/ Vốn	0,9	0,1	0,1	0,4	0,5	0,4	0,4
Nợ vay/ VCSH	15,9	0,1	0,1	0,5	1,0	0,8	0,7
Nợ vay ròng/ VCSH	15,6	(0,0)	(0,1)	0,4	0,8	0,6	0,4
Chỉ số thanh khoản	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F
Vòng quay tổng tài sản	3,4	2,2	1,9	1,4	0,9	0,7	0,6
Vòng quay khoản phải thu	4,3	3,0	3,3	3,5	4,7	6,1	5,9
Số ngày phải thu	84,2	120,4	108,4	103,6	76,3	59,3	61,4
Vòng quay khoản phải trả	5,7	2,9	2,4	2,3	2,4	2,0	1,7
Số ngày phải trả	63,1	122,8	150,3	155,8	151,6	181,5	209,2
Vòng quay hàng tồn kho	26,0	13,3	9,6	6,7	3,9	3,0	3,0
Số ngày tồn kho	13,8	27,0	37,6	54,1	91,7	118,9	118,4
Hệ số thanh toán hiện hành	3,3	456,9	297,6	10,1	4,5	3,7	3,7
Hệ số thanh toán nhanh	0,0	1,1	1,8	0,3	0,2	0,3	0,4

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

Võ Minh Chiến – Trưởng phòng

Email: chien.vominh@vndirect.com.vn

Hà Thu Hiền – Chuyên viên Phân tích

Email: 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

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