

Báo cáo lần đầu CTCP Nafoods Group

18/8/2026





Nội dung

Thuật ngữ	3
Danh sách công ty	4
Khuyến Nghị	5
Tổng quan doanh nghiệp	6
Tổng quan doanh nghiệp	7
Danh mục sản phẩm	8
Cơ cấu tập đoàn	9
Độ phủ toàn quốc đảm bảo nguồn nguyên liệu và đạt các chứng nhận đầu ra	10
Hình ảnh các cơ sở sản xuất của NAF	11
Chuỗi cung ứng trái cây từ giống đến thị trường của NAF tại Việt Nam	12
Ban lãnh đạo kết hợp kinh nghiệm vận hành với năng lực quản lý tài chính quốc tế	13
Phát triển ESG để tăng trưởng bền vững	14
Phân tích tài chính	15
Từ mô hình tập trung vào chanh dây đến đa dạng hóa vào năm 2030	16
Kiểm soát chi phí, biên lợi nhuận phục hồi hỗ trợ lợi nhuận ròng tăng gấp đôi vào 2028F	17
Tái cấu trúc bảng cân đối kế toán với kế hoạch tăng gấp đôi công suất đến năm 2030	18
Duy trì đòn bẩy ở mức kiểm soát trong giai đoạn đầu tư	19
Tổng quan thị trường	20
Nhu cầu trái cây nhiệt đới toàn cầu vẫn còn nhiều dư địa tăng trưởng	21
Xuất khẩu Việt Nam đang dịch chuyển lên chuỗi giá trị cao hơn	22

Page		Page
3	Thâm nhập thị trường: Thuế quan, tiêu chuẩn kỹ thuật và chứng nhận quyết định dư địa tăng trưởng	23
4	NAF dẫn đầu xuất khẩu sản phẩm cô đặc và trái cây sấy	24
5	Lợi thế cạnh tranh: Năng lực sản xuất và kiểm soát chất lượng giống từ Bắc đến Nam	25
6	Triển vọng trong 2025-2030	26
7	Thị phần dẫn đầu đón nhu cầu tăng trưởng mạnh	27
8	Nhu cầu puree tăng và thị trường EU phục hồi hỗ trợ nguồn cung giá rẻ từ Việt Nam	28
9	Quy mô chế biến và năng lực giống củng cố vị thế dẫn đầu mảng chanh dây của NAF	29
10	Doanh số mít tăng mạnh tại Mỹ	30
11	NAF củng cố vị thế dẫn đầu mảng mít nhờ xu hướng ăn vặt lành mạnh ở phương Tây	31
12	Mô hình xuất khẩu B2B của NAF giúp hạn chế cạnh tranh trực tiếp với Vinamit	32
13	Thị trường Trung Quốc đầy hứa hẹn	33
14	Việt Nam gia tăng thị phần sầu riêng, mở ra dư địa tăng trưởng dài hạn cho NAF	34
15	Tăng cường tích hợp chuỗi giá trị	35
16	Mở rộng kho lạnh củng cố chuỗi cung ứng của NAF	36
17	Đánh giá	37
18	Phân tích SWOT	38
19	Định giá của chúng tôi	39
20	Định giá DCF	40
21	Định giá theo hệ số thị trường	41
22	Rủi ro	42
	Báo cáo tình hình tài chính	43 - 45

<u>Từ viết tắt</u>	<u>Từ đầy đủ</u>				
6M	Sáu tháng đầu năm	EU	Liên minh châu Âu	P/BV	Hệ số giá trên giá trị sổ sách
APHIS	Cơ quan Kiểm dịch Động thực vật Hoa Kỳ	EUR	Đồng euro	P/E	Hệ số giá trên lợi nhuận
B2B	Doanh nghiệp với doanh nghiệp	EV/EBITDA	Giá trị doanh nghiệp trên EBITDA	R&D	Nghiên cứu và phát triển
B2C	Doanh nghiệp với người tiêu dùng	EVFTA	Hiệp định Thương mại tự do Việt Nam – EU	ROE	Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu
BLN	Biên lợi nhuận	F&B	Thực phẩm và đồ uống	SAP	Hệ thống, Ứng dụng và Sản phẩm
BRCGS	Tiêu chuẩn toàn cầu về an toàn thực phẩm BRCGS	FCFF	Dòng tiền tự do dành cho doanh nghiệp	SMETA	Đánh giá thương mại có đạo đức của các thành viên Sedex
BVTV	Bảo vệ thực vật	FDA	Cơ quan Quản lý Thực phẩm và Dược phẩm Hoa Kỳ	svck	So với cùng kỳ
CAGR	Tốc độ tăng trưởng kép hằng năm	FOB	Giao hàng lên tàu	SWOT	Điểm mạnh, Điểm yếu, Cơ hội và Thách thức
CAPEX	Chi phí đầu tư tài sản cố định	FSMA	Đạo luật Hiện đại hóa An toàn Thực phẩm Hoa Kỳ	TSCĐ	Tài sản cố định
CBP	Cục Hải quan và Bảo vệ Biên giới Hoa Kỳ	FSSC 22000	Chứng nhận hệ thống quản lý an toàn thực phẩm FSSC 22000	12M	12 tháng gần nhất
CFA	Chứng chỉ phân tích tài chính chuyên nghiệp	FY	Năm tài chính	USD	Đô la Mỹ
CFO	Giám đốc tài chính	GACC	Tổng cục Hải quan Trung Quốc	USDA	Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ
CTCP	Công ty cổ phần	HACCP	Hệ thống phân tích mối nguy và điểm kiểm soát tới hạn	Tr USD	Triệu đô la Mỹ
DCF	Phương pháp chiết khấu dòng tiền	HĐQT	Hội đồng Quản trị	VAT	Thuế giá trị gia tăng
DFI	Định chế tài chính phát triển	HNX	Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội	VLCA	Cuộc Bình Chọn Doanh Nghiệp Niêm Yết
DIO	Số ngày hàng tồn kho	HoSE	Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh	VND	Đồng Việt Nam
DPO	Số ngày phải trả	IEEPA	Đạo luật Quyền hạn Kinh tế Khẩn cấp Quốc tế của Hoa Kỳ	WACC	Chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền
DSO	Số ngày phải thu	IFC	Tổ chức Tài chính Quốc tế	XK	Xuất khẩu
ĐBSCL	Đồng bằng sông Cửu Long	IFS	Tiêu chuẩn Thực phẩm Quốc tế		
EBIAT	Lợi nhuận trước lãi vay sau thuế	IQF	Sản phẩm cấp đông nhanh		
EBIT	Lợi nhuận trước lãi vay và thuế	NFC	Nước ép không qua cô đặc		
EBITDA	Lợi nhuận trước lãi vay, thuế và khấu hao	OEM	Sản xuất theo đơn đặt hàng của thương hiệu khác		
EPS	Lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu				
ESG	Môi trường, Xã hội và Quản trị				
ESOP	Chương trình lựa chọn cổ phiếu cho người lao động				

Danh sách công ty

An Giang Real Estate	CTCP Địa ốc An Giang (Anresco)
An Hưng Nông	Công ty TNHH An Hưng Nông
Antesco	CTCP Rau quả Thực phẩm An Giang (Antesco)
Calavo Growers	Calavo Growers, Inc. (Nasdaq: CVGW)
Costco	Costco Wholesale Corporation
Dong Giao / DOVECO	CTCP Thực phẩm Xuất khẩu Đồng Giao (DOVECO)
Exotic Food	Exotic Food Public Company Limited (SET: XO)
FMO	Công ty Tài chính Phát triển Hà Lan (FMO)
Gemadept	CTCP Gemadept
Giavico	Giavico International Food
Hùng Hậu	CTCP Nông nghiệp Hùng Hậu
Hùng Phát	Hùng Phát Fruit Production Co., Ltd.
Hưng Nguyên	Công Ty TNHH Xuất Nhập Khẩu Nông Sản Hưng Nguyên
Lassonde Industries	Lassonde Industries Inc. (TSX: LAS/A)
Lavifood	CTCP Lavifood
Legamex	CTCP Giày da và May mặc Xuất khẩu (Legamex)
Lộc Trời	CTCP Tập đoàn Lộc Trời
Mizuho Bank	Mizuho Bank, Ltd.
Nafoods / NAF	CTCP Nafoods Group (HoSE: NAF)
PAN Group	CTCP Tập đoàn PAN (HoSE: PAN)

Pho'nomenal	Pho'nomenal Foods
Quicornac	Quicornac Company Ltd.
responsAbility / RIAGs	responsAbility Investments AG
Tam Ngọc	Công ty TNHH Một thành viên Tam Ngọc
TH Plantations	TH Plantations Berhad (Bursa Malaysia: THP)
Thabico	CTCP Công nghiệp Thực phẩm Thabico
Trường Hoàng	Công ty TNHH Thương Mại & Dịch vụ Trường Hoàng
TIPCO Foods	TIPCO Foods Public Company Limited
Vegetigi	CTCP Rau quả Tiền Giang (Vegetigi)
Vietcombank	Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam
Vietsovpetro	Liên doanh Việt – Nga Vietsovpetro
Vinamit	CTCP Vinamit
Vinaxo	Công ty TNHH Vinaxo
Vĩnh Hoàn	CTCP Vĩnh Hoàn (HoSE: VHC)
West Food	CTCP Chế biến Thực phẩm Xuất khẩu Miền Tây
Wooyang	Wooyang Co., Ltd. (KOSDAQ: 103840)

Khuyến nghị

Chúng tôi đánh giá NAF là doanh nghiệp có nền tảng cơ bản tốt, đồng thời là nhà xuất khẩu chanh dây hàng đầu Việt Nam với mô hình tích hợp theo chiều dọc từ giống độc quyền, vùng trồng đến chế biến. Tăng trưởng ngắn hạn được hỗ trợ bởi nhu cầu cao tại EU, trong khi xuất khẩu mít sấy sang Mỹ, trái cây sang Trung Quốc và mở rộng kho lạnh là các động lực mới đáng chú ý.

Động lực đầu tư

- 

Nhà xuất khẩu chanh dây hàng đầu hưởng lợi từ nhu cầu mạnh tại EU

Thị trường chanh dây toàn cầu, quy mô 6 tỷ USD, đang gia tăng thị phần so với nước cam khi các khách hàng EU chuyển sang các sản phẩm pha trộn trái cây nhiệt đới. Công suất chế biến tại Gia Lai đang tăng từ 300 lên 700 tấn chanh dây/ngày, với nguồn cung từ 30 vùng trồng hợp tác xã sử dụng giống độc quyền của NAF. Các chứng nhận Kosher, Halal và ESG của Costco giúp NAF đáp ứng tiêu chuẩn của các chuỗi bán lẻ hàng đầu tại EU.
- 

Mở rộng xuất khẩu mít sấy sang Mỹ

Nhu cầu đồ ăn nhẹ từ trái cây sấy tại Mỹ đang tăng nhờ xu hướng ăn uống lành mạnh, trong khi mít ngày càng hiện diện nhiều hơn trong nhóm sản phẩm có nguồn gốc thực vật. Việc tăng gấp đôi công suất sấy giòn và đầu tư mới vào sấy thăng hoa giúp NAF mở rộng sản lượng tại Mỹ, hiện miễn thuế nhập khẩu cho trái cây nhiệt đới, trong khi các chứng nhận Kosher, Halal và ESG của Costco giảm rào cản gia nhập các chuỗi bán lẻ lớn. Sản phẩm sấy cũng có giá trị gia tăng/kg cao hơn puree, qua đó giúp cải thiện biên lợi nhuận khi tỷ trọng thị trường Mỹ tăng.
- 

Mở rộng xuất khẩu trái cây sang Trung Quốc

Trung Quốc là thị trường nhập khẩu trái cây tươi lớn nhất thế giới. Việc Việt Nam mở rộng danh mục nghị định thư xuất khẩu chính ngạch đang mở ra các kênh có mức giá tốt hơn về mặt cấu trúc so với thương mại biên giới. Trung tâm Gia Lai của NAF, bao gồm xưởng sấy riêng mới thuộc Giai đoạn 4, nằm gần vùng trồng Tây Nguyên phục vụ nhu cầu từ Trung Quốc, cho phép công ty gia tăng sản lượng trên cơ sở hạ tầng hiện hữu với CAPEX bổ sung hạn chế.
- 

Mở rộng kho lạnh và công suất giúp tối ưu nguồn cung và cải thiện biên lợi nhuận

Kho lạnh 500 tấn thuộc Giai đoạn 4 dự kiến hoàn thành vào nửa cuối 2026, cho phép NAF tích trữ puree mua với giá thấp trong vụ chính tháng 4-5 và duy trì vận hành dây chuyền trong mùa thấp điểm, qua đó ổn định công suất sử dụng và cố định chi phí nguyên liệu. Công suất sấy giòn đang tăng gấp đôi, CAPEX cho sấy thăng hoa đang được triển khai và công suất ép nước dự kiến tăng từ khoảng 200 lên 600 tấn/ngày, phù hợp với lượng trái cây đầu vào tăng lên khoảng 700 tấn/ngày.

Định giá

Chúng tôi định giá NAF chủ yếu theo phương pháp kết hợp EV/EBITDA và DCF. Với EV/EBITDA mục tiêu năm 2026F là 11,1x, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của NAF ở mức 60.100 đồng/cp, tương ứng tiềm năng tăng giá 25%. Chi tiết xem tại trang 39-41.

Dự phóng

Giá mục tiêu 60.100 đồng/cp

EV/EBITDA 11,1x

EBITDA năm 2026F đạt 526 tỷ đồng

LNST năm 2026F đạt 249 tỷ đồng

Số lượng cổ phiếu lưu hành bình quân 76 triệu cp

Rủi ro

- Rủi ro thị trường xuất khẩu và chính sách thương mại
- Rủi ro chu kỳ cung chanh dây và biến động giá nguyên liệu
- Rủi ro khí hậu và biến động chuỗi cung ứng
- Rủi ro tỷ giá và tài chính
- Rủi ro pháp lý và tuân thủ
- Rủi ro pha loãng cổ phiếu
- Rủi ro vận hành và logistics
- Rủi ro tập trung đại lý

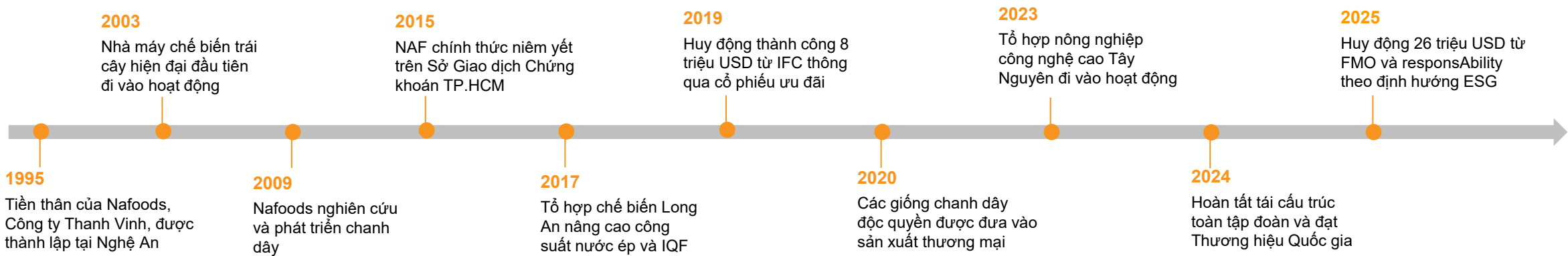


TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

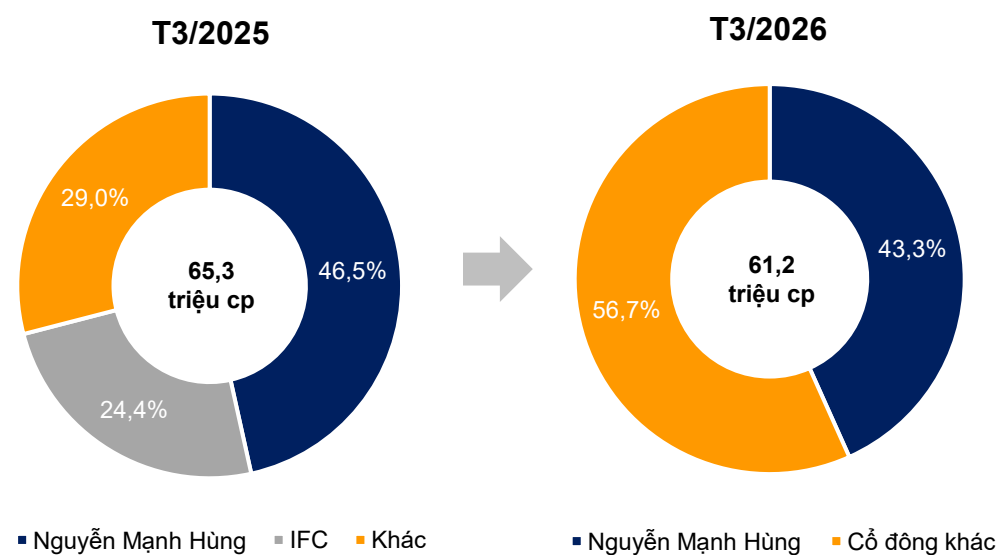
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Thành lập năm 1995, CTCP Nafoods Group (HoSE: NAF) là một trong những doanh nghiệp chế biến và xuất khẩu trái cây hàng đầu Việt Nam, sở hữu chuỗi giá trị nông nghiệp tích hợp từ nghiên cứu giống, hỗ trợ canh tác, thu mua, chế biến đến phân phối toàn cầu. Công ty là nhà cung cấp giống chanh dây hàng đầu Việt Nam và xuất khẩu sản phẩm đến hơn 70 quốc gia tại năm châu lục.

Lịch sử hình thành



Cơ cấu cổ đông



Phân khúc kinh doanh

	Vị thế thị trường	Quy mô / công suất	Sản phẩm cốt lõi	Chiến lược tăng trưởng
Nước trái cây, Puree và cô đặc	Lĩnh vực kinh doanh xuất khẩu cốt lõi	Cô đặc 7.800 tấn; 18.800 tấn Puree/NFC	Chanh dây, dứa và các chế phẩm trái cây khác	Mở rộng xuất khẩu và cải thiện việc sử dụng
Trái cây đông lạnh IQF	Nhà xuất khẩu trái cây chế biến hàng đầu	12.000 tấn/năm	Chanh dây đông lạnh, xoài, thanh long và vải thiều	Mở rộng sản phẩm và thị trường xuất khẩu
Cây giống chanh dây	Nhà cung cấp hàng đầu tại Việt Nam	12 triệu cây giống/năm	Giống chanh dây kháng bệnh	Bảo vệ khả năng lãnh đạo và mở rộng các lĩnh vực đang phát triển
Sản phẩm khô và tiêu dùng	Nền tảng B2C mới nổi	850 tấn/ năm cộng với dây chuyền sấy giòn	Mít sấy khô, chuối và trái cây sấy thăng hoa	Mở rộng quy mô đồ ăn nhẹ cao cấp ở Mỹ

Nguồn: Thông tin công ty

Danh mục sản phẩm

Danh mục sản phẩm của NAF bao gồm bảy hình thức sản phẩm từ 17 loại nguyên liệu, trong đó chanh dây, thanh long, xoài và dứa là các nguyên liệu chủ lực. Mảng công nghiệp gồm nước ép cô đặc, NFC/puree và IQF tiếp tục là động lực doanh thu chính, bên cạnh trái cây sấy, trái cây tươi, sản phẩm bán lẻ mang thương hiệu Nafoods và cây giống.

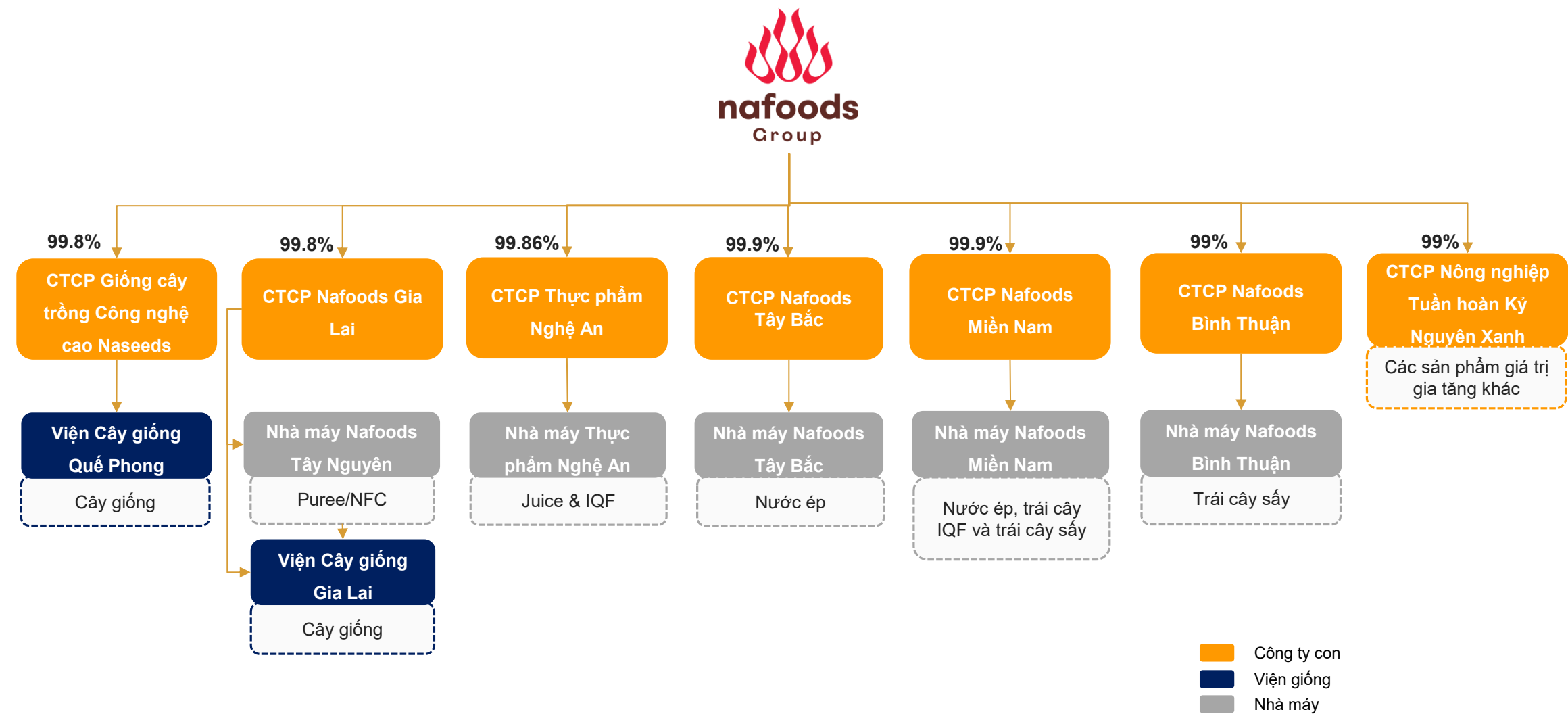
								
	Nguyên liệu thô	Trái cây sấy khô	IQF	Nước trái cây cô đặc	Nước ép NFC / Puree	Thương hiệu Nafoods	Trái cây tươi	Cây giống
	Chanh dây	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Thanh long	✓	✓	✓	✓			
	Xoài	✓	✓			✓		
	Dứa	✓	✓	✓	✓	✓		✓
	Đu đủ	✓	✓					
	Mãng cầu xiêm	✓			✓			
	Sầu riêng	✓						
	Mít	✓						
	Nha đam		✓					
	Vải thiều		✓	✓	✓			
	Chanh		✓	✓				
	Dừa		✓					
	Dưa hấu		✓		✓			
	Chuối		✓		✓			
	Quất		✓	✓	✓			
	Ổi				✓			
	Quả gấc				✓			

Nguồn: Thông tin công ty



Cơ cấu tập đoàn

NAF sở hữu bảy công ty con, bao gồm năm nhà máy và hai viện cây giống



Nguồn: Thông tin công ty

Độ phủ toàn quốc đảm bảo nguồn nguyên liệu đầu vào và đáp ứng các chứng nhận đầu ra

Bên cạnh các vùng nguyên liệu thô dọc Việt Nam là hai viện giống và năm nhà máy của NAF. Lợi thế của NAF dựa trên một chuỗi tích hợp hoàn chỉnh từ nghiên cứu và phát triển cây giống đến nông nghiệp, chế biến và xuất khẩu trực tiếp, được hỗ trợ bởi nhiều chứng nhận sản xuất quốc tế.

Năng lực sản xuất

Nafoods Tây Bắc

Diện tích: 2 ha
Sản phẩm: Puree chanh dây
Công suất thiết kế: 1200 tấn/năm

Nhà máy Chế biến Thực phẩm Nghệ An (Naprod)

Diện tích: 12,4 ha
Sản phẩm: Cô đặc / Puree / IQF
Công suất thiết kế: 56.500 / 6.500 / 7.090 tấn/năm

Nafoods Gia Lai

Diện tích: 5,2 ha
Sản phẩm: Cô đặc / Puree
Công suất thiết kế: 40.909 / 89.091 tấn/năm

Nafoods Miền Nam (Nasoco)

Diện tích: 8,3 ha
Sản phẩm: Puree / IQF / Sấy khô giòn
Công suất thiết kế: 8.000/16.000/18.756 tấn/năm

Viện Hạt giống Quế Phong

Diện tích: 6,4 ha
Sản phẩm: Cây giống chanh dây
Năng lực thiết kế: 12 triệu cây giống

Viện Hạt giống Gia Lai

Diện tích: 4,8 ha
Sản phẩm: Cây giống chanh dây
Công suất thiết kế: 4 triệu cây giống

Nhà máy Nafoods Bình Thuận

Diện tích: 1,5 ha
Sản phẩm: Trái cây sấy mềm
Công suất thiết kế: 4.300 tấn/năm

Chứng nhận



FSSC 22000

BUREAU VERITAS
Certification



HACCP

BUREAU VERITAS
Certification



Nguồn: Thông tin công ty

Hình ảnh các cơ sở sản xuất của NAF

Chúng tôi đã đến thăm NAF Tây Nguyên và Nasoco vào tháng 7/2026. Các cơ sở đã hoạt động bình thường, với Gia Lai giai đoạn 4 đang trong quá trình thi công, dự kiến sớm hoàn thiện.

Nafoods Tây Bắc



Puree Chanh dây



Nhà máy Chế biến Thực phẩm
Nghệ An (Naprod)



Cô đặc / Puree / IQF



Nafoods Tây Nguyên



Cô đặc / Puree



Nhà máy Nafoods Bình Thuận



Trái cây sấy dẻo



Nafoods Miền Nam (Nasoco)



Puree / IQF / Sấy giòn



Viện Cây giống Quế Phong



Cây giống chanh dây



Viện Cây Giống Gia Lai

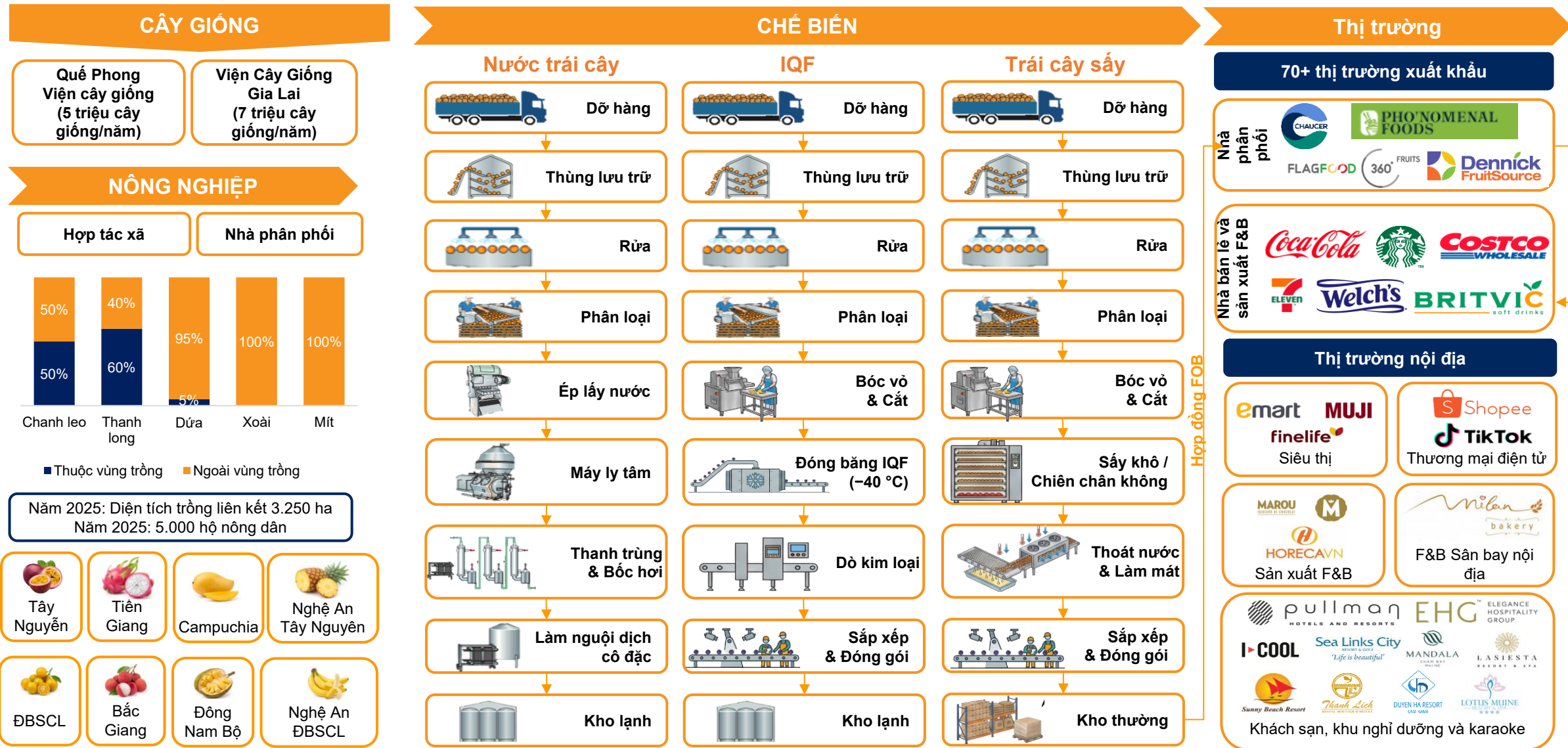


Cây giống chanh dây



Chuỗi cung ứng trái cây từ giống đến thị trường của NAF tại Việt Nam

Nafoods tự nhân giống cây giống, ký hợp đồng với người trồng trên khắp các vùng miền của Việt Nam và chế biến trái cây thành bột nhuyễn, cô đặc, IQF và các sản phẩm sấy khô tại nhà máy. Sau đó, nó đóng gói, cửa hàng lạnh và bán cho 70+ thị trường xuất khẩu và các nhà bán lẻ trong nước.



Ban lãnh đạo kết hợp kinh nghiệm vận hành với năng lực quản lý tài chính quốc tế

Nafoods được nhà sáng lập Nguyễn Mạnh Hùng dẫn dắt từ năm 1995. Đội ngũ quản lý kết hợp 30 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực chế biến nông sản, năng lực tài chính quốc tế và quan hệ chặt chẽ với các định chế tài chính phát triển, qua đó củng cố năng lực vận hành và chiến lược vốn dài hạn. Công ty đã từng triển khai các chương trình ESOP trước năm 2021.



Đinh Thế Hiện
Chủ tịch HĐQT

- Chủ tịch NAF
- Sinh: 1961
- Trình độ học vấn: Tiến sĩ Tài chính – Kỹ thuật CNTT
- Vai trò: Hiện là Chủ tịch HĐQT Quỹ đầu tư Manulife và giữ nhiều vai trò là thành viên HĐQT cho các doanh nghiệp khác; Giám sát và quản trị chiến lược; Tư vấn tài chính cho nhiều tập đoàn lớn của Việt Nam (Legamex, VietsovPetro, Gemadept, Mi Bank)



Johan Nyvene
Chủ tịch Ủy ban Kiểm toán

- Thành viên Hội đồng quản trị độc lập/Chủ tịch Ủy ban Kiểm toán
- Sinh: 1965
- Trình độ học vấn: Tiến sĩ Kinh tế & Quản lý Kinh doanh - Cử nhân Kinh tế Đối ngoại
- Vai trò: Làm lãnh đạo tại CoreStates First Union và HSBC Việt Nam; tham gia Apr 2024 – ESG & chuyển đổi kỹ thuật số



Nguyễn Phi Bằng
Thành viên HĐQT & Giám đốc tài chính

- Thành viên HĐQT và Giám đốc tài chính của NAF
- Sinh: 1987
- Trình độ học vấn: Thạc sĩ Tài chính, Vương quốc Anh - CFA Charterholder
- Trước đây: Tập đoàn Lộc Trời (CFO, 2022), Bất động sản An Giang (Chủ tịch HĐQT)
- Vai trò: Thành viên HĐQT từ năm 2022, phụ trách cơ cấu vốn và quản lý rủi ro



Nguyễn Mạnh Hùng
Phó Chủ tịch HĐQT kiêm Tổng Giám đốc

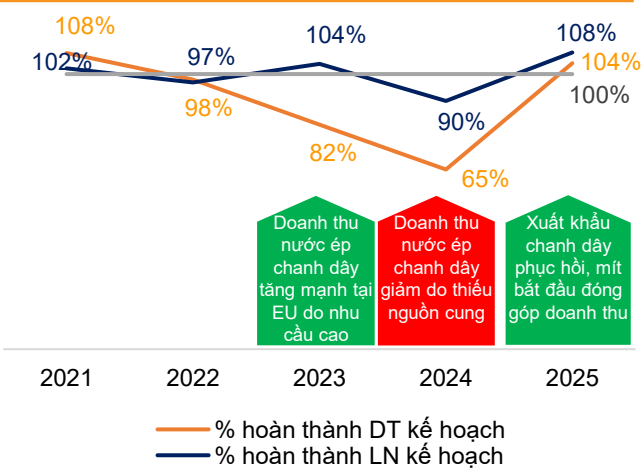
- Phó Chủ tịch/Tổng Giám đốc NAF
- Sinh: 1968
- Giáo dục: Thạc sĩ Kinh tế
- Vai trò: Đồng sáng lập và kiến trúc sư chuỗi giá trị hạt giống xuất khẩu tích hợp của Nafoods Group; Giám sát chiến lược và văn hóa dài hạn



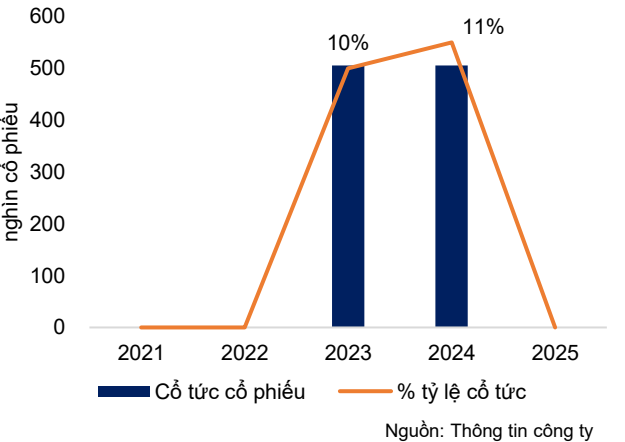
Nguyễn Hoàng Hiệp
Thành viên Hội đồng quản trị độc lập

- Thành viên Hội đồng quản trị độc lập của NAF
- Sinh: 1973
- Trình độ học vấn:
 - Tiến sĩ Quản lý Kinh tế & Thạc sĩ Quản trị Kinh doanh,
 - Trình độ chuyên môn về Tài chính, Chính sách công và Biến đổi khí hậu.
- Trước đây: Giữ các vai trò quan trọng trong Toshiba, Hewlett Packard, Tectura và Hitachi Systems.
- Vai trò: Tư vấn chiến lược về quản trị doanh nghiệp, phát triển bền vững và định hướng kinh doanh dài hạn.

Mức độ hoàn thành kế hoạch



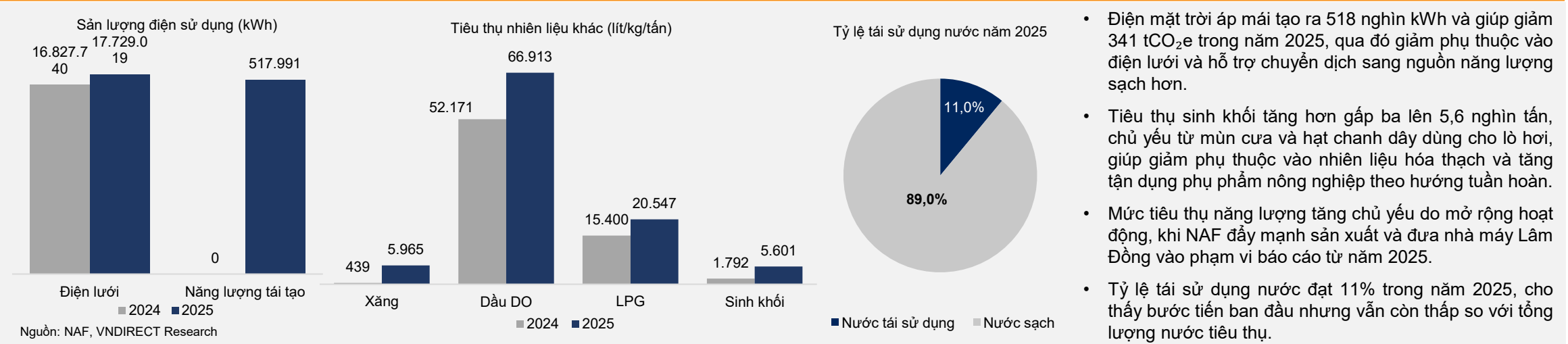
Chi trả cổ tức



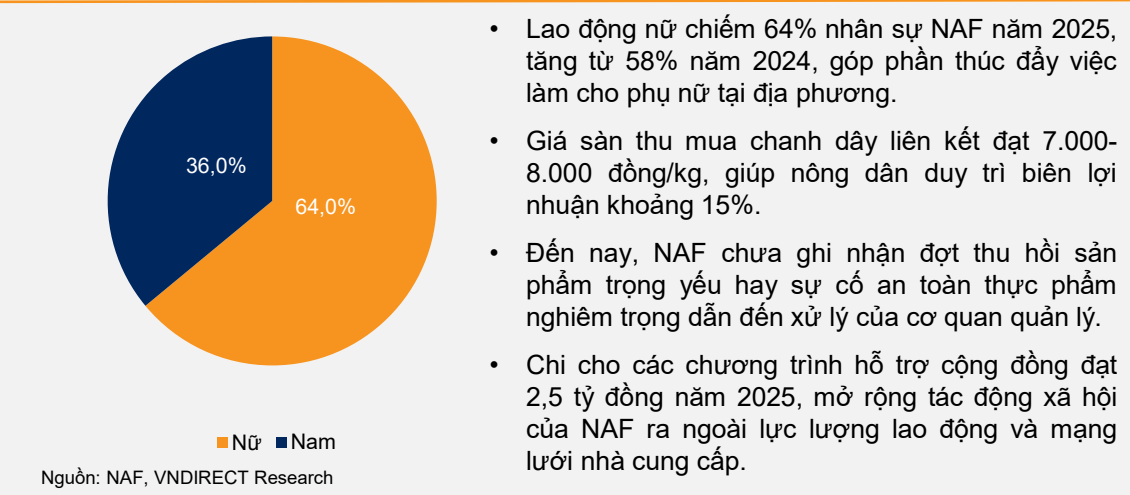
Phát triển ESG để tăng trưởng bền vững

NAF đang từng bước tích hợp phát triển bền vững vào mô hình tăng trưởng thông qua sử dụng năng lượng sạch hơn, mở rộng tác động xã hội tới người lao động và nông dân, cùng quản trị chặt chẽ nhằm nâng cao năng lực thực thi và tạo giá trị dài hạn.

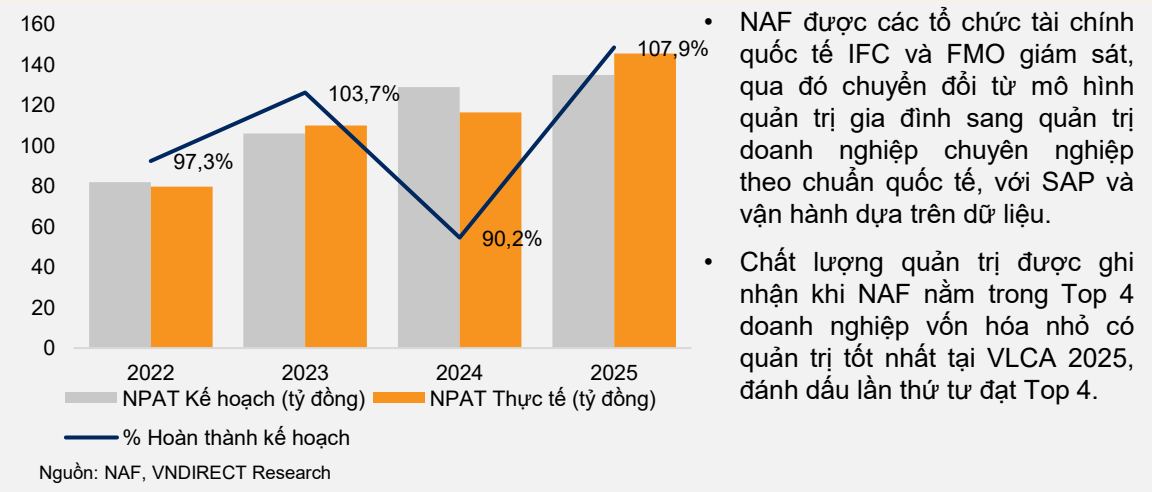
Môi trường - NAF từng bước chuyển dịch cơ cấu năng lượng sang nguồn tái tạo khi quy mô sản xuất mở rộng



Xã hội - Tăng cường tác động xã hội tới các bên liên quan



Quản trị - Năng lực thực thi và quản trị vững mạnh



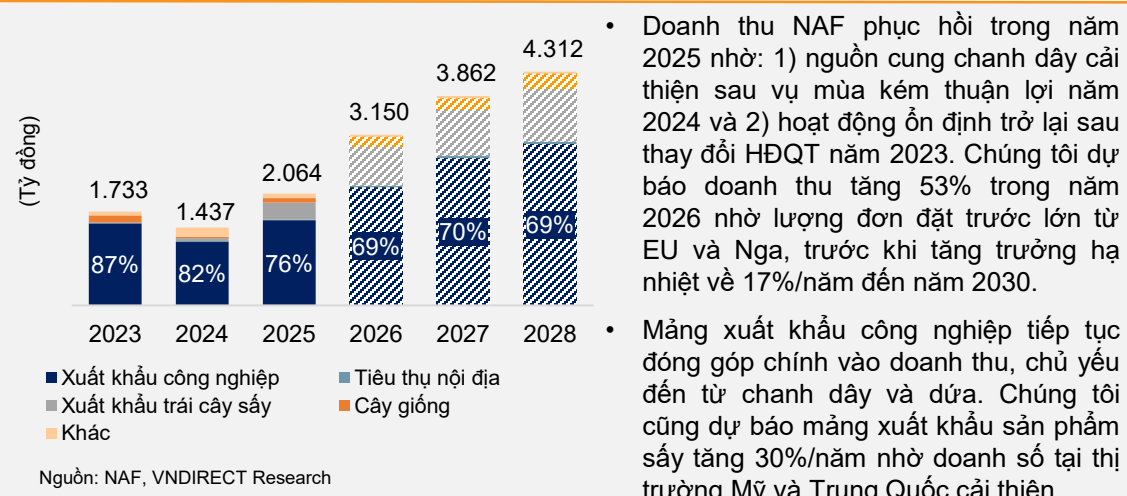


Phân tích tài chính

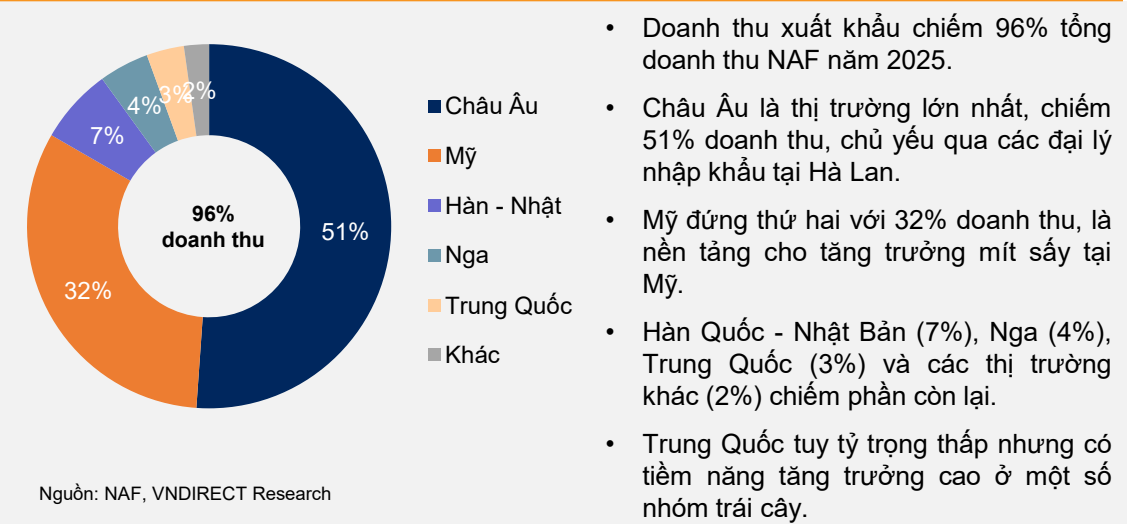
Từ mô hình tập trung vào chanh dây đến đa dạng hóa vào năm 2030

Doanh thu NAF tập trung vào nước chanh dây (53%) và châu Âu (51% xuất khẩu), phục hồi năm 2025 sau gián đoạn nguồn cung và thay đổi HĐQT. Đến 2030, NAF dự kiến mở rộng trái cây sấy biên lợi nhuận cao và thị trường Mỹ, Trung Quốc, giảm tỷ trọng chanh dây xuống 33% nhưng vẫn duy trì tăng trưởng hai chữ số.

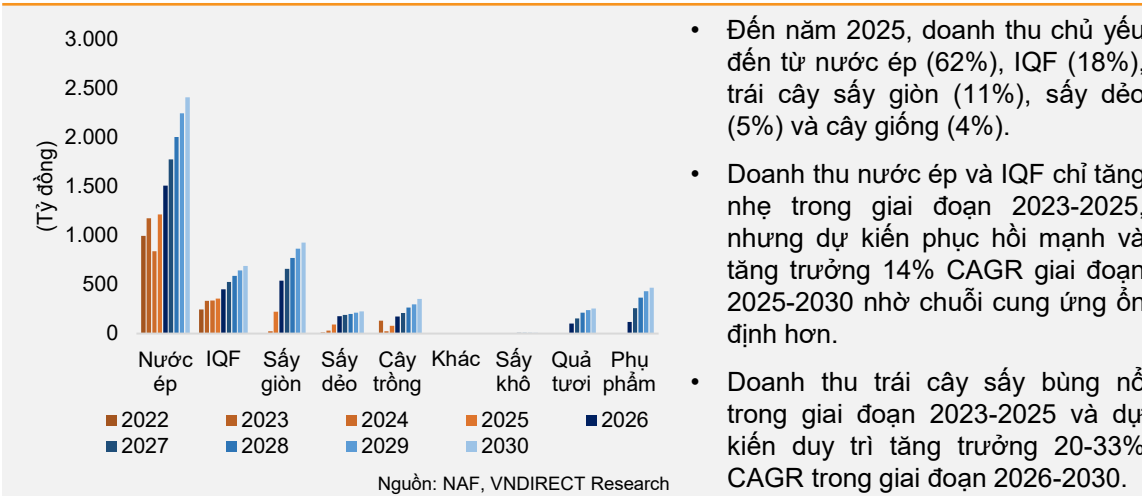
Doanh thu dự kiến tăng mạnh trong năm 2026



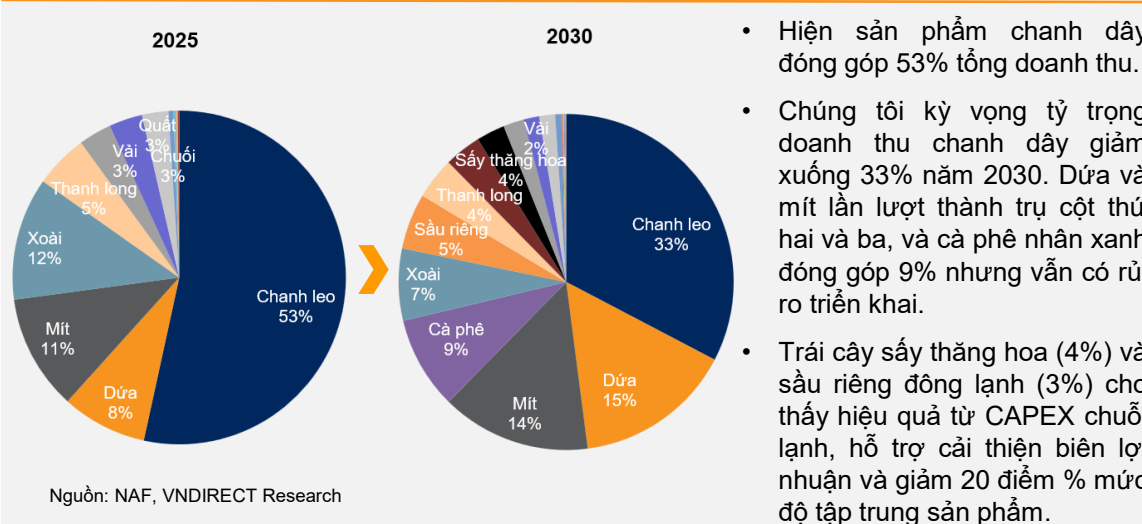
Thị trường châu Âu và Mỹ đóng góp 83% doanh thu 2025 của NAF



Trái cây sấy sẽ vượt nước ép và IQF để thành động lực tăng trưởng chính

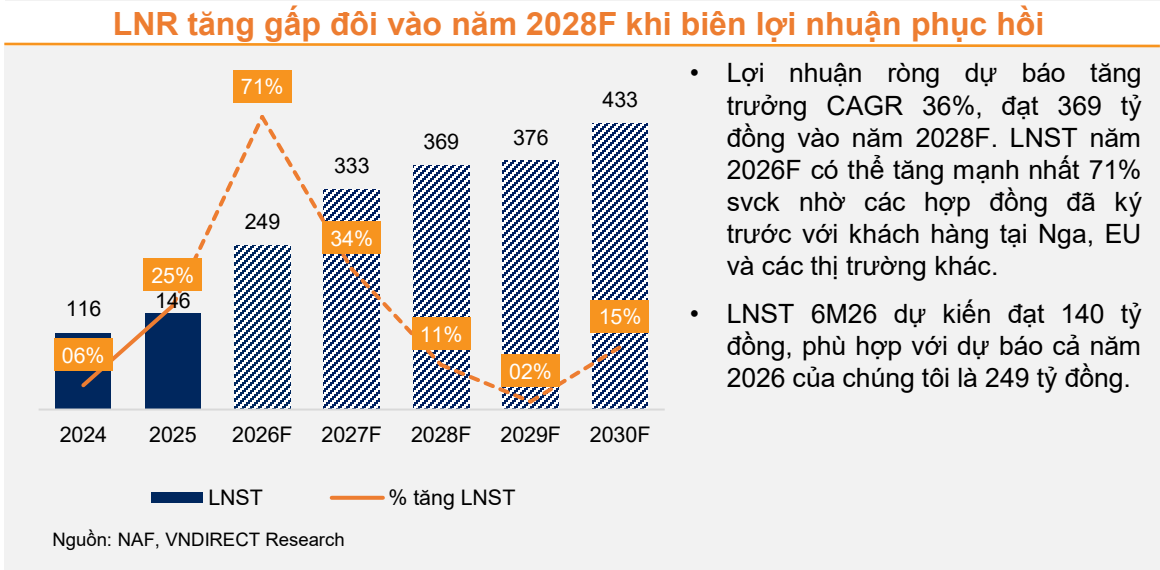
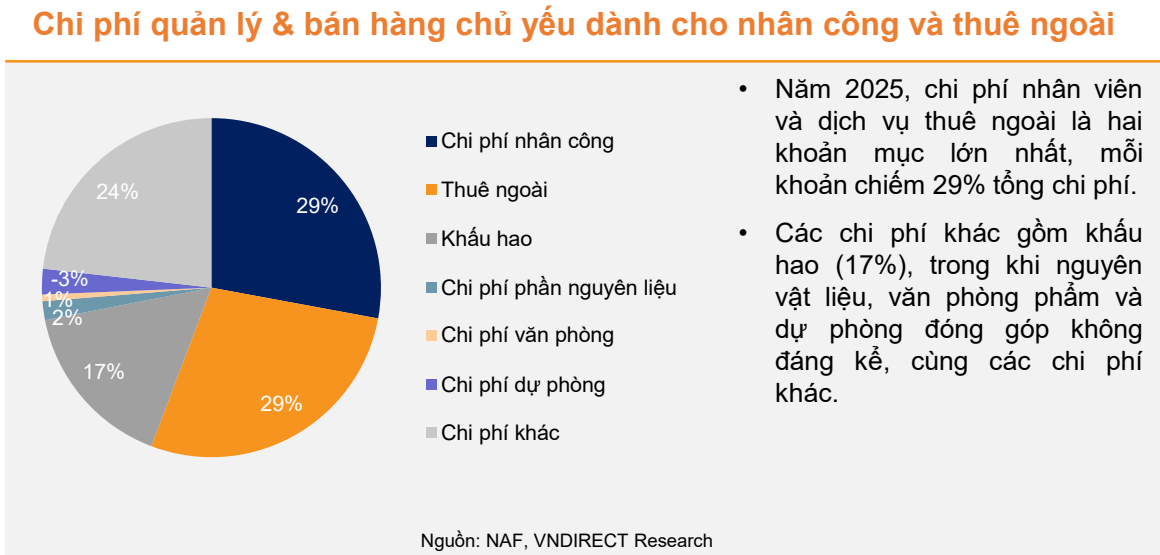
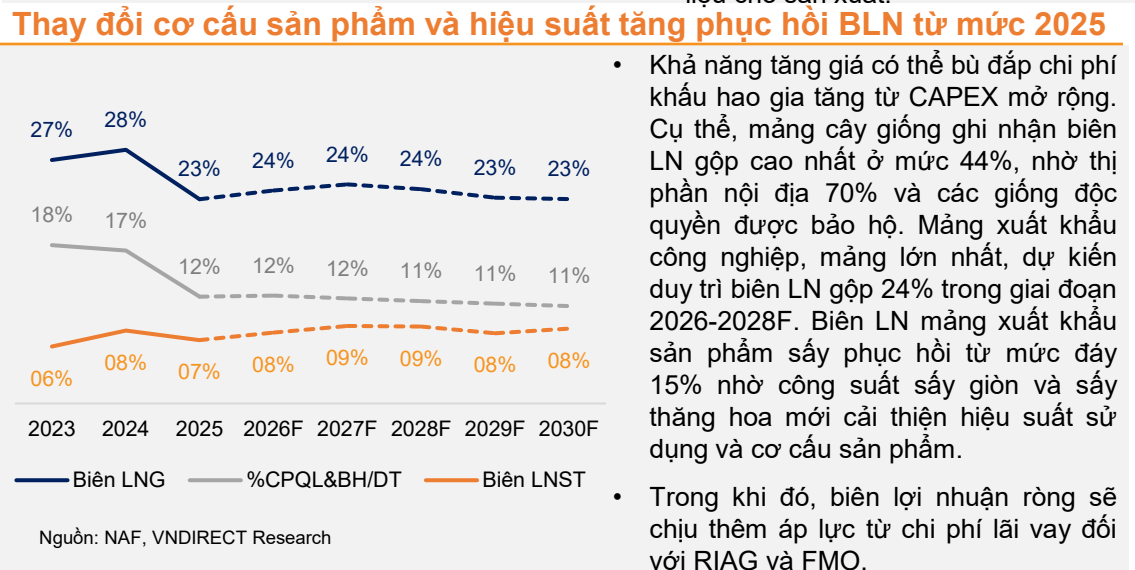


Cơ cấu doanh thu đa dạng hóa & giảm phụ thuộc chanh dây vào năm 2030



Kiểm soát chi phí, biên lợi nhuận phục hồi hỗ trợ lợi nhuận ròng tăng gấp đôi vào 2028F

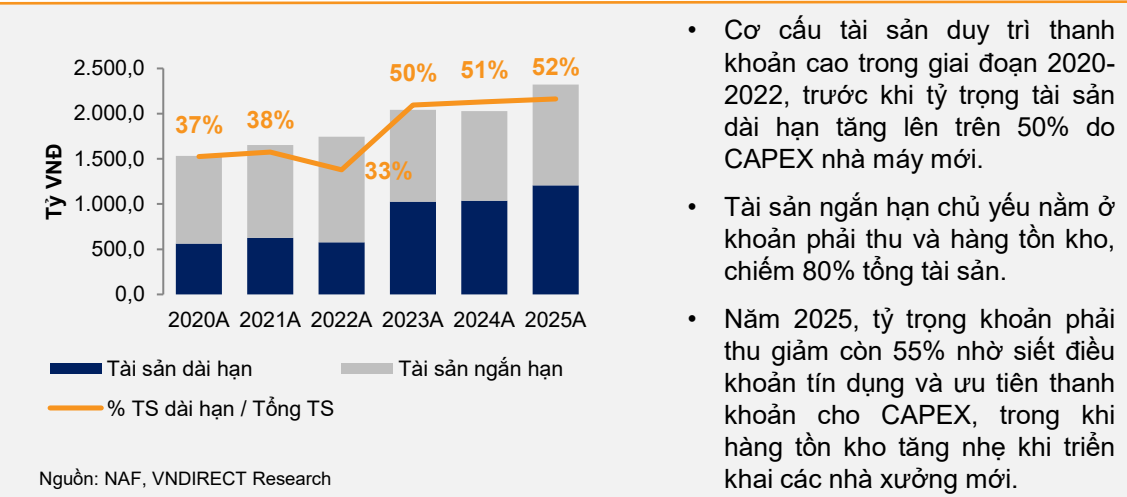
Cơ cấu chi phí của NAF vẫn phụ thuộc chủ yếu vào nguyên vật liệu và mô hình sản xuất tinh gọn, trong khi biên lợi nhuận phục hồi từ đáy năm 2025 nhờ công suất sử dụng và khả năng tăng giá, hỗ trợ tăng lợi nhuận ròng 36%/năm, dự kiến đạt 369 tỷ đồng vào 2028F.



Tái cấu trúc bảng cân đối kế toán với kế hoạch tăng gấp đôi công suất đến năm 2030

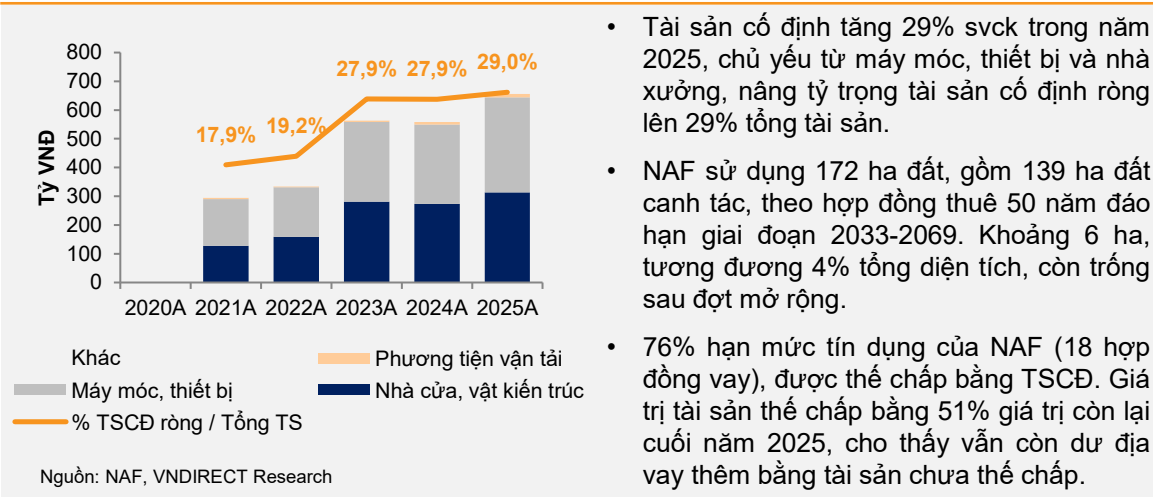
Tài sản cố định tăng 29% svck trong năm 2025, chủ yếu nhờ máy móc, thiết bị và nhà xưởng, đưa tài sản cố định ròng lên 29% tổng tài sản.

Cơ cấu tài sản chuyển mạnh sang tài sản cố định trong chu kỳ mở rộng



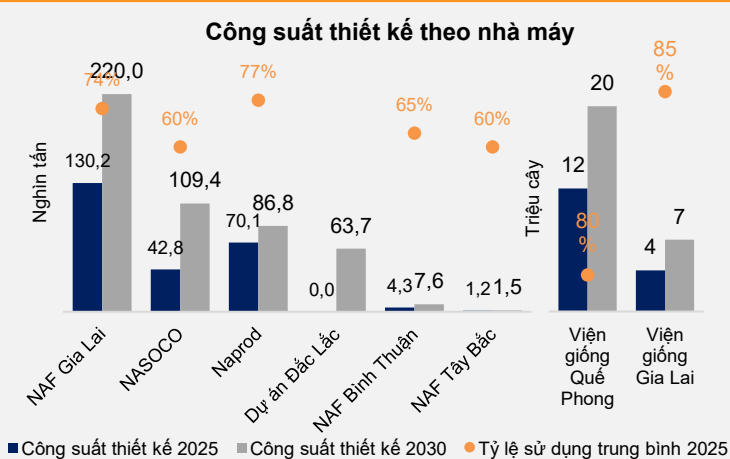
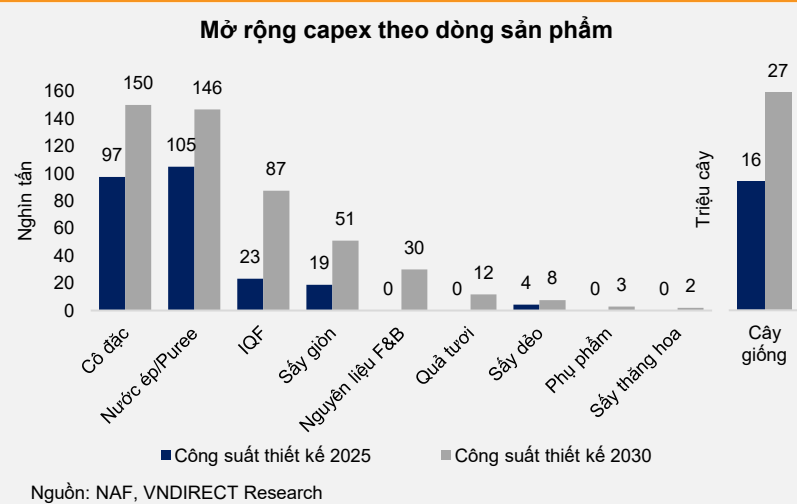
- Cơ cấu tài sản duy trì thanh khoản cao trong giai đoạn 2020-2022, trước khi tỷ trọng tài sản dài hạn tăng lên trên 50% do CAPEX nhà máy mới.
- Tài sản ngắn hạn chủ yếu nằm ở khoản phải thu và hàng tồn kho, chiếm 80% tổng tài sản.
- Năm 2025, tỷ trọng khoản phải thu giảm còn 55% nhờ siết điều khoản tín dụng và ưu tiên thanh khoản cho CAPEX, trong khi hàng tồn kho tăng nhẹ khi triển khai các nhà xưởng mới.

Tài sản cố định tiếp tục tăng và được sử dụng làm tài sản bảo đảm



- Tài sản cố định tăng 29% svck trong năm 2025, chủ yếu từ máy móc, thiết bị và nhà xưởng, nâng tỷ trọng tài sản cố định ròng lên 29% tổng tài sản.
- NAF sử dụng 172 ha đất, gồm 139 ha đất canh tác, theo hợp đồng thuê 50 năm đáo hạn giai đoạn 2033-2069. Khoảng 6 ha, tương đương 4% tổng diện tích, còn trống sau đợt mở rộng.
- 76% hạn mức tín dụng của NAF (18 hợp đồng vay), được thế chấp bằng TSCĐ. Giá trị tài sản thế chấp bằng 51% giá trị còn lại cuối năm 2025, cho thấy vẫn còn dư địa vay thêm bằng tài sản chưa thế chấp.

Kế hoạch CAPEX tăng gấp đôi công suất và nâng tỷ trọng sản phẩm giá trị cao



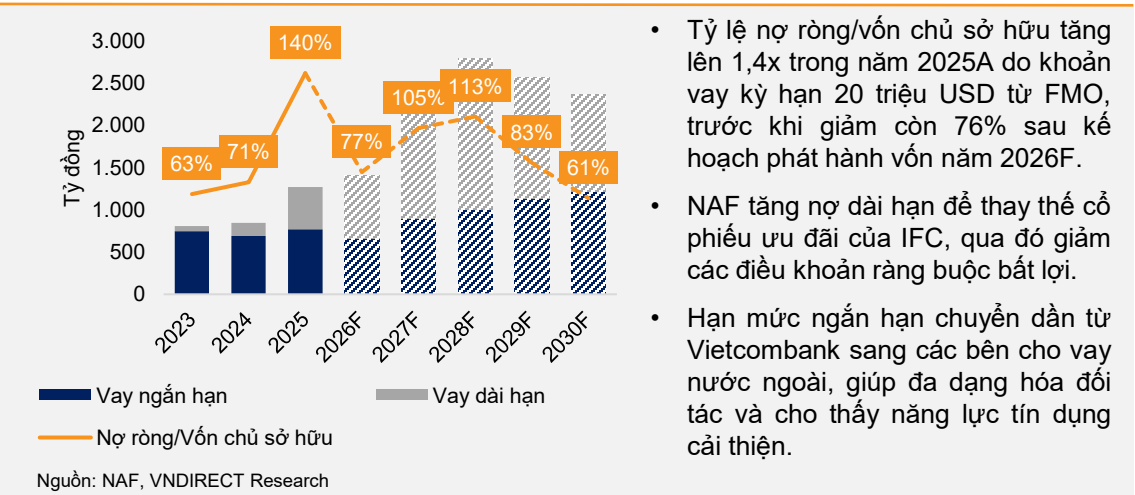
NAF dự kiến nâng công suất sản phẩm từ 249.000 tấn lên 489.000 tấn vào năm 2030 (+96%) và công suất cây giống chanh dây từ 16 triệu lên 27 triệu cây (+69%), trong đó:

- Công suất cô đặc và puree/NFC tăng 54% tại NAF Tây Nguyên, Naprod, Nasoco và NAF Tây Bắc; công suất cây giống tại các viện hiện hữu tăng 69%.
- Công suất IQF tăng mạnh nhất, gấp 3,8 lần tại Nasoco, Đắk Lắk, NAF Tây Nguyên và Naprod; công suất sấy giòn tăng 2,7 lần tại Nasoco.
- NAF cũng đầu tư thêm các dòng sản phẩm giá trị gia tăng gồm nguyên liệu giải pháp tại Đắk Lắk và Nasoco, trái cây tươi tại Đắk Lắk và NAF Tây Nguyên, cùng sản phẩm phụ như chất đốt từ xơ thực vật và nhiên liệu sinh khối tại Đắk Lắk.

Duy trì đòn bẩy ở mức kiểm soát trong giai đoạn đầu tư

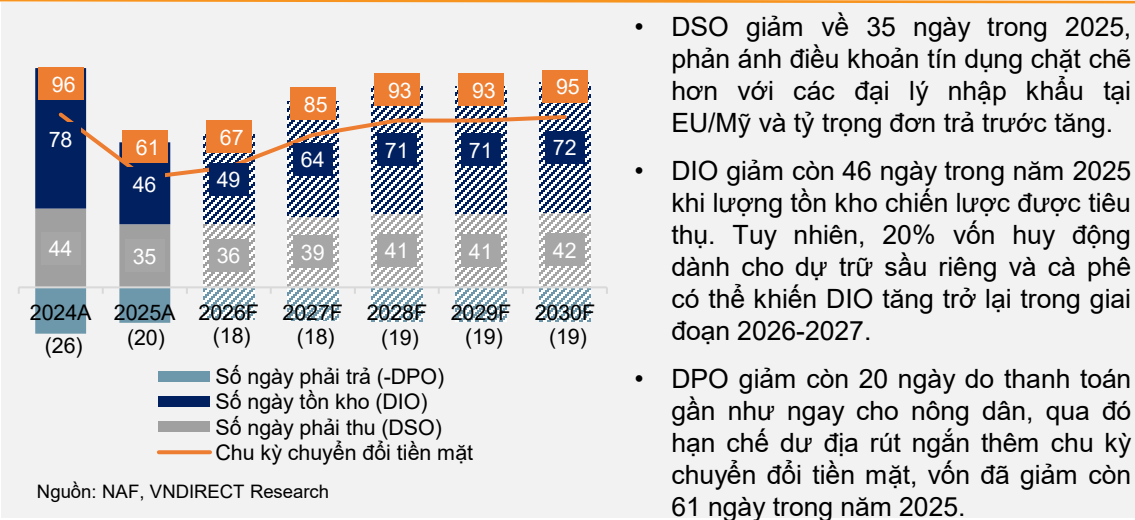
Nợ dài hạn tăng phản ánh chiến lược tái cấp vốn nhằm phù hợp hơn với nhu cầu CAPEX, thay vì áp lực thanh khoản. Cụ thể, NAF tái cơ cấu nguồn vốn thông qua khoản vay DFI mới 500 tỷ đồng và mua lại 330 tỷ đồng cổ phiếu ưu đãi của IFC.

Tỷ trọng nợ dài hạn tăng từ 8% lên 40%, làm thay đổi cơ cấu nguồn vốn



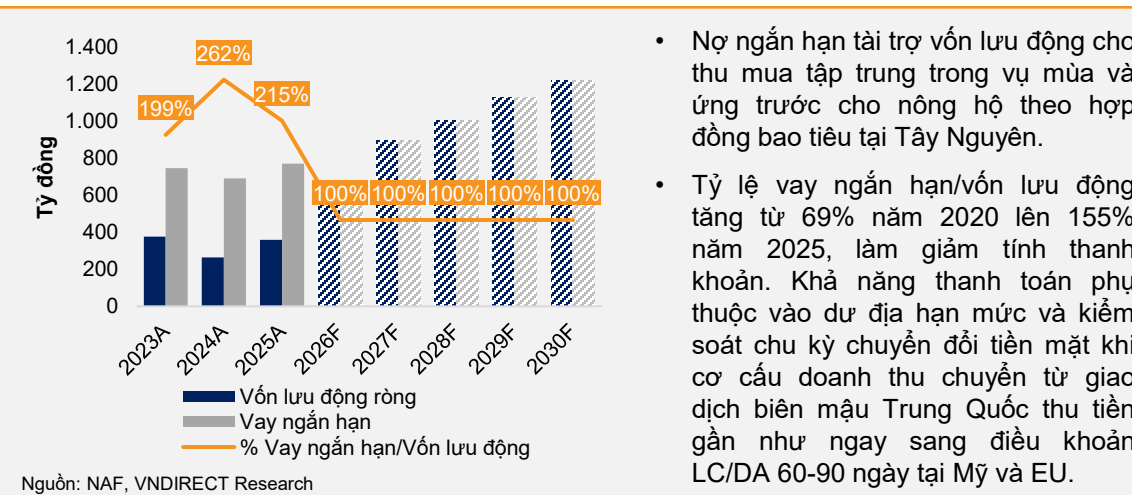
- Tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu tăng lên 1,4x trong năm 2025A do khoản vay kỳ hạn 20 triệu USD từ FMO, trước khi giảm còn 76% sau kế hoạch phát hành vốn năm 2026F.
- NAF tăng nợ dài hạn để thay thế cổ phiếu ưu đãi của IFC, qua đó giảm các điều khoản ràng buộc bất lợi.
- Hạn mức ngắn hạn chuyển dần từ Vietcombank sang các bên cho vay nước ngoài, giúp đa dạng hóa đối tác và cho thấy năng lực tín dụng cải thiện.

Chu kỳ vốn lưu động cải thiện trước khi tăng tồn kho bằng vốn huy động



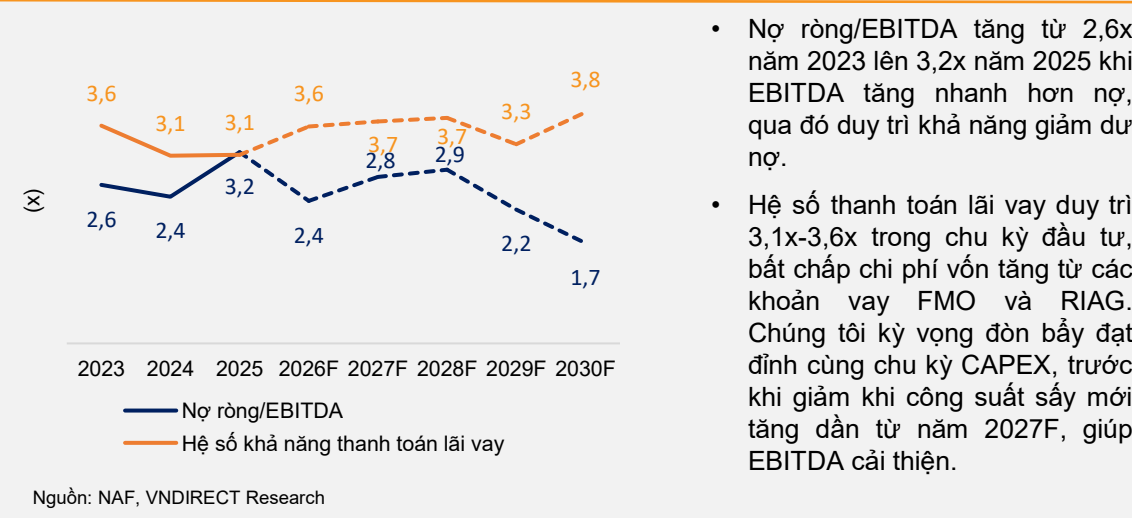
- DSO giảm về 35 ngày trong 2025, phản ánh điều khoản tín dụng chặt chẽ hơn với các đại lý nhập khẩu tại EU/Mỹ và tỷ trọng đơn trả trước tăng.
- DIO giảm còn 46 ngày trong năm 2025 khi lượng tồn kho chiến lược được tiêu thụ. Tuy nhiên, 20% vốn huy động dành cho dự trữ sâu riêng và cà phê có thể khiến DIO tăng trở lại trong giai đoạn 2026-2027.
- DPO giảm còn 20 ngày do thanh toán gần như ngay cho nông dân, qua đó hạn chế dư địa rút ngắn thêm chu kỳ chuyển đổi tiền mặt, vốn đã giảm còn 61 ngày trong năm 2025.

...do nhu cầu vốn lưu động



- Nợ ngắn hạn tài trợ vốn lưu động cho thu mua tập trung trong vụ mùa và ứng trước cho nông hộ theo hợp đồng bao tiêu tại Tây Nguyên.
- Tỷ lệ vay ngắn hạn/vốn lưu động tăng từ 69% năm 2020 lên 155% năm 2025, làm giảm tính thanh khoản. Khả năng thanh toán phụ thuộc vào dư địa hạn mức và kiểm soát chu kỳ chuyển đổi tiền mặt khi cơ cấu doanh thu chuyển từ giao dịch biên mậu Trung Quốc thu tiền gần như ngay sang điều khoản LC/DA 60-90 ngày tại Mỹ và EU.

Tỷ lệ nợ ròng/EBITDA ổn định cho thấy đòn bẩy được kiểm soát



- Nợ ròng/EBITDA tăng từ 2,6x năm 2023 lên 3,2x năm 2025 khi EBITDA tăng nhanh hơn nợ, qua đó duy trì khả năng giảm dư nợ.
- Hệ số thanh toán lãi vay duy trì 3,1x-3,6x trong chu kỳ đầu tư, bất chấp chi phí vốn tăng từ các khoản vay FMO và RIAG. Chúng tôi kỳ vọng đòn bẩy đạt đỉnh cùng chu kỳ CAPEX, trước khi giảm khi công suất sấy mới tăng dần từ năm 2027F, giúp EBITDA cải thiện.

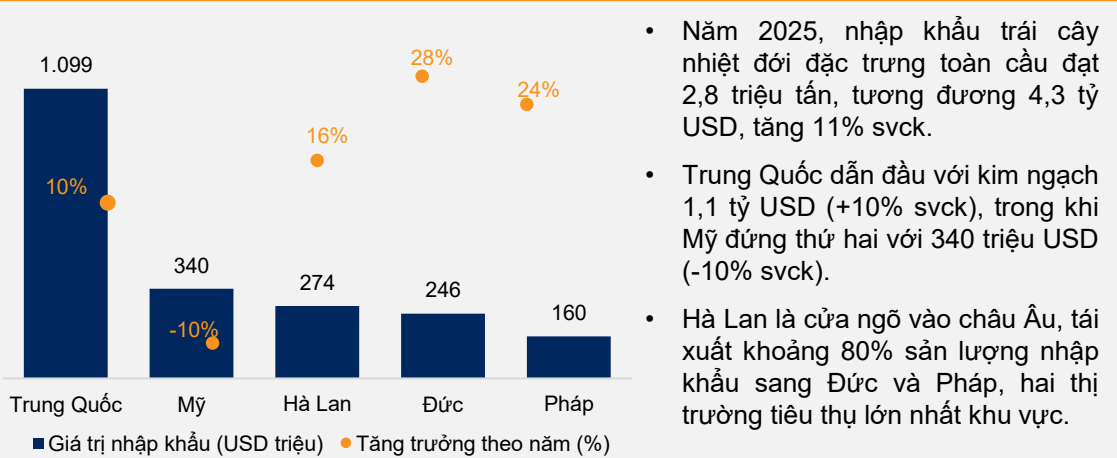


Tổng quan thị trường

Nhu cầu trái cây nhiệt đới toàn cầu vẫn còn nhiều dư địa tăng trưởng

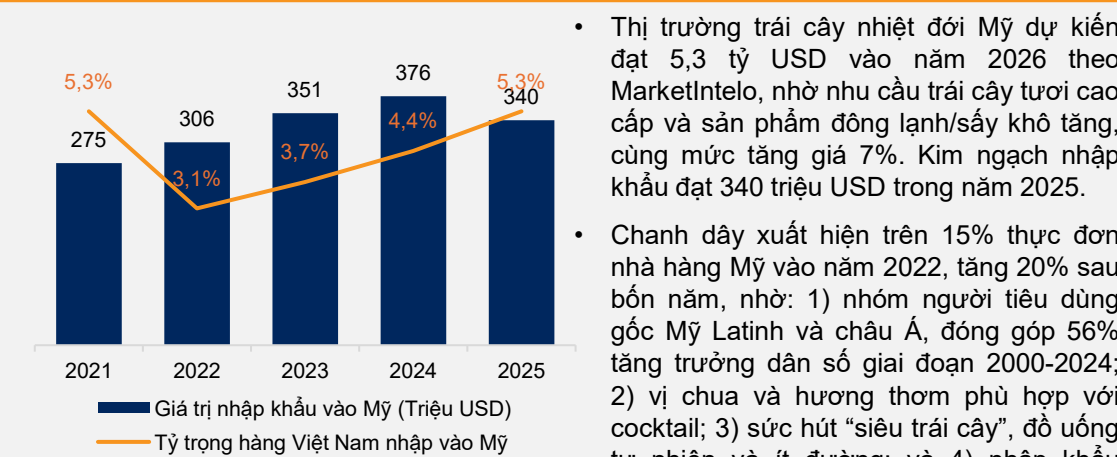
Trung Quốc, Mỹ và Hà Lan nhập khẩu tổng cộng 1,7 tỷ USD trái cây nhiệt đới đặc sản trong năm 2025. Nhu cầu tại mỗi thị trường được thúc đẩy bởi các yếu tố riêng, từ tiêu thụ đồ uống bùng nổ tại Trung Quốc, mức độ thâm nhập còn thấp tại Mỹ đến xu hướng cao cấp hóa tại châu Âu, mang lại cho NAF nhiều động lực tăng trưởng độc lập.

Trung Quốc, Mỹ và Hà Lan dẫn đầu nhập khẩu trái cây nhiệt đới toàn cầu



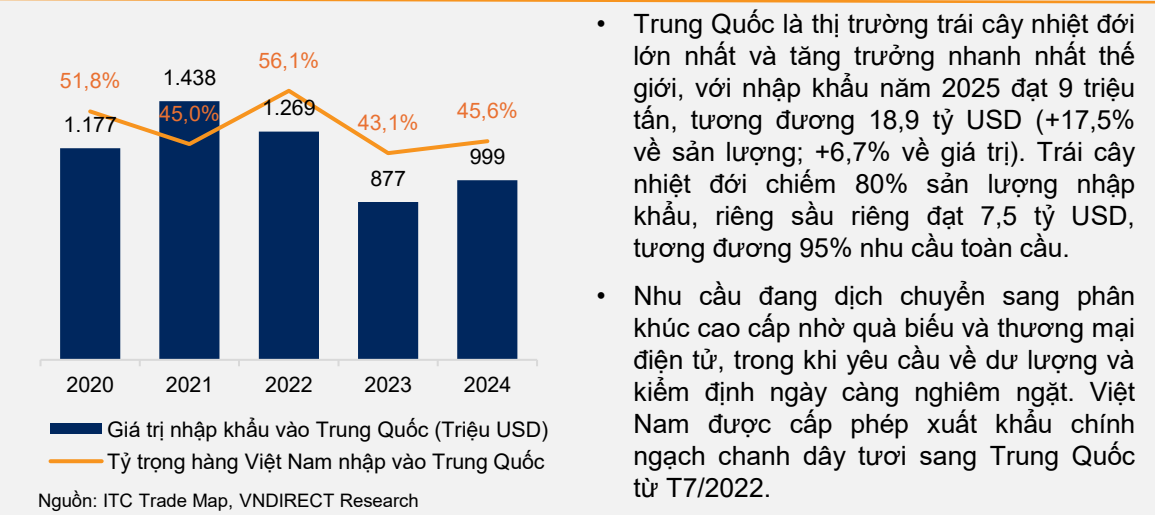
Nguồn: ITC Trade Map, VNDIRECT Research

Việt Nam vẫn tăng thị phần kể cả khi cạnh tranh tại Mỹ gia tăng

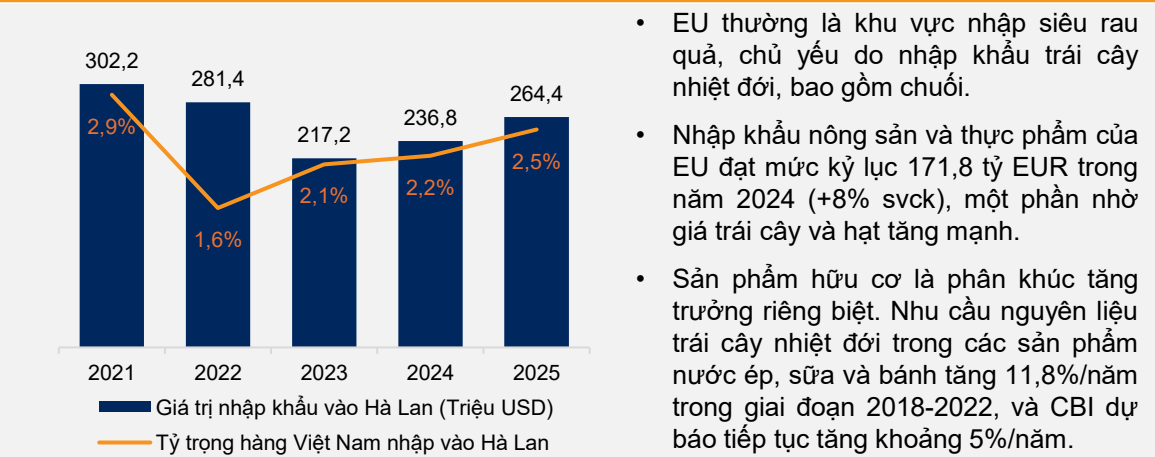


Nguồn: ITC Trade Map, VNDIRECT Research

Trung Quốc là TT lớn, chưa được khai thác đủ, tạo dư địa mở rộng cho NAF



Châu Âu chuyển sang nguyên liệu nhiệt đới giá trị cao, dễ truy xuất nguồn gốc



Nguồn: ITC Trade Map, VNDIRECT Research

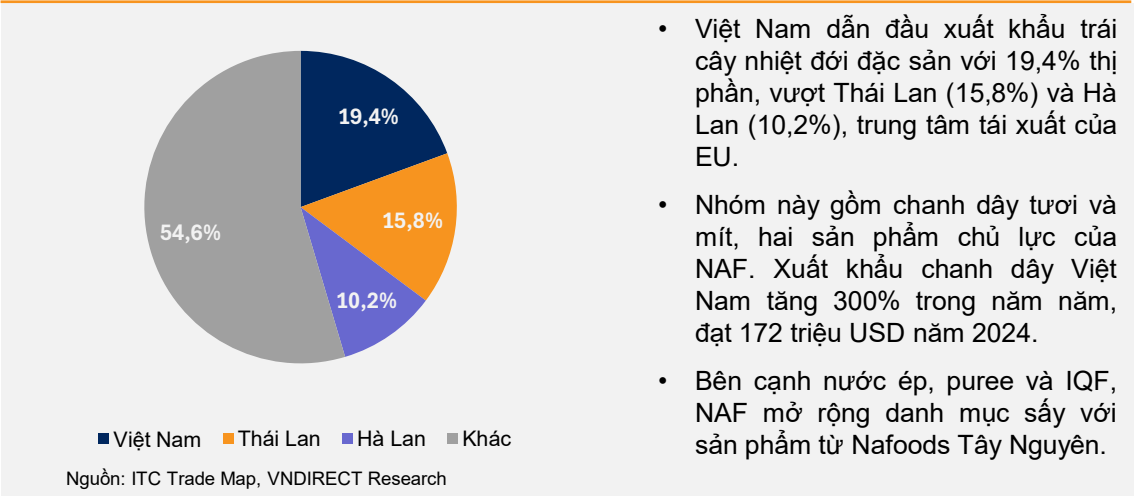
- Trung Quốc là thị trường trái cây nhiệt đới lớn nhất và tăng trưởng nhanh nhất thế giới, với nhập khẩu năm 2025 đạt 9 triệu tấn, tương đương 18,9 tỷ USD (+17,5% về sản lượng; +6,7% về giá trị). Trái cây nhiệt đới chiếm 80% sản lượng nhập khẩu, riêng sầu riêng đạt 7,5 tỷ USD, tương đương 95% nhu cầu toàn cầu.
- Nhu cầu đang dịch chuyển sang phân khúc cao cấp nhờ quà biếu và thương mại điện tử, trong khi yêu cầu về dư lượng và kiểm định ngày càng nghiêm ngặt. Việt Nam được cấp phép xuất khẩu chính ngạch chanh dây tươi sang Trung Quốc từ T7/2022.

- EU thường là khu vực nhập siêu rau quả, chủ yếu do nhập khẩu trái cây nhiệt đới, bao gồm chuối.
- Nhập khẩu nông sản và thực phẩm của EU đạt mức kỷ lục 171,8 tỷ EUR trong năm 2024 (+8% svck), một phần nhờ giá trái cây và hạt tăng mạnh.
- Sản phẩm hữu cơ là phân khúc tăng trưởng riêng biệt. Nhu cầu nguyên liệu trái cây nhiệt đới trong các sản phẩm nước ép, sữa và bánh tăng 11,8%/năm trong giai đoạn 2018-2022, và CBI dự báo tiếp tục tăng khoảng 5%/năm.

Xuất khẩu Việt Nam đang dịch chuyển lên chuỗi giá trị cao hơn

Việt Nam dẫn đầu xuất khẩu trái cây nhiệt đới đặc sản trong bối cảnh nhu cầu toàn cầu tăng gấp 2-3 lần, đồng thời chuyển dịch từ đồ ăn vặt tại Trung Quốc sang nguyên liệu chế biến cho các thị trường phát triển, phù hợp trực tiếp với danh mục sản phẩm của NAF.

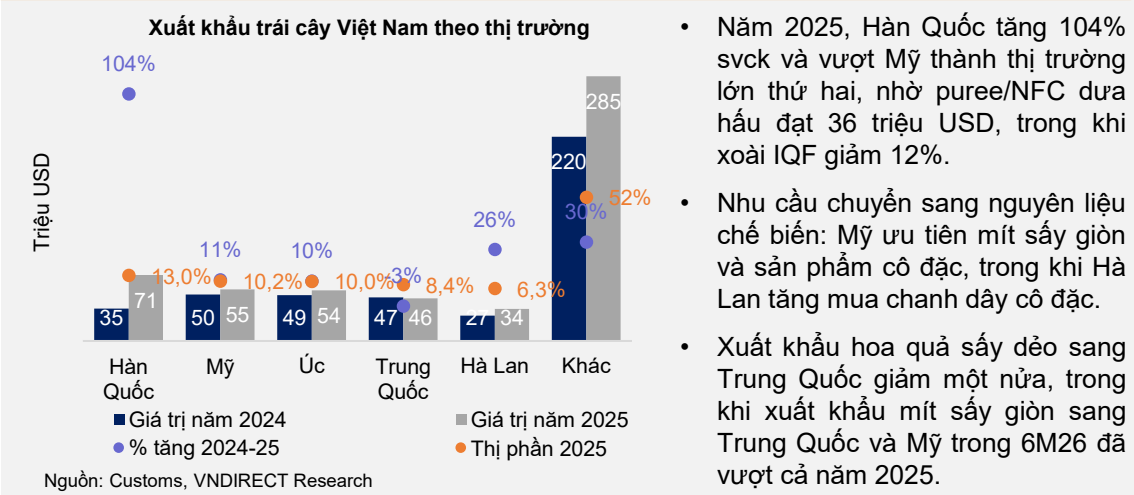
Việt Nam dẫn đầu xuất khẩu trái cây nhiệt đới năm 2025



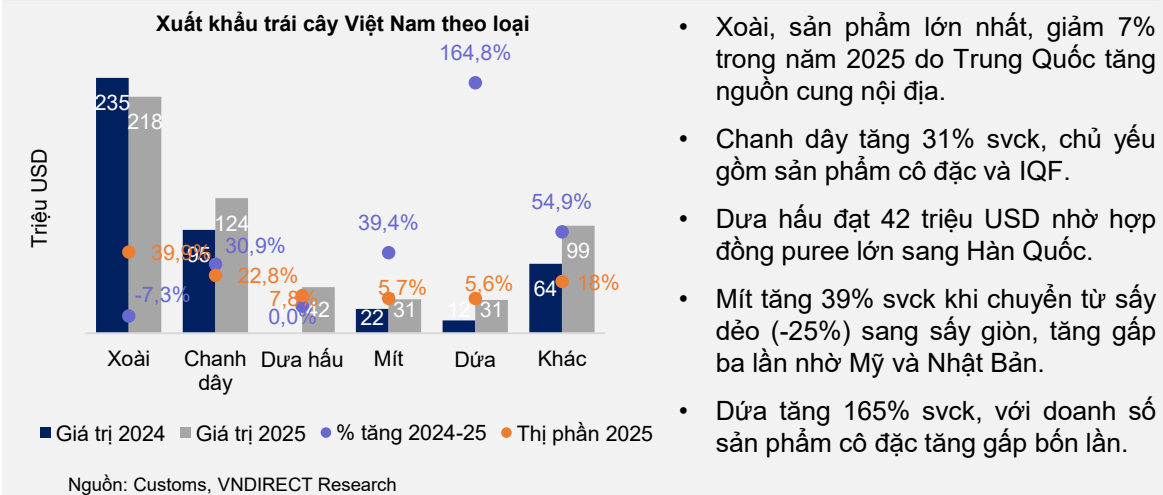
Việt Nam tăng trưởng nhanh gấp ba lần nhu cầu toàn cầu



Thị trường phát triển dẫn dắt tăng trưởng khi nhu cầu tại Trung Quốc giảm



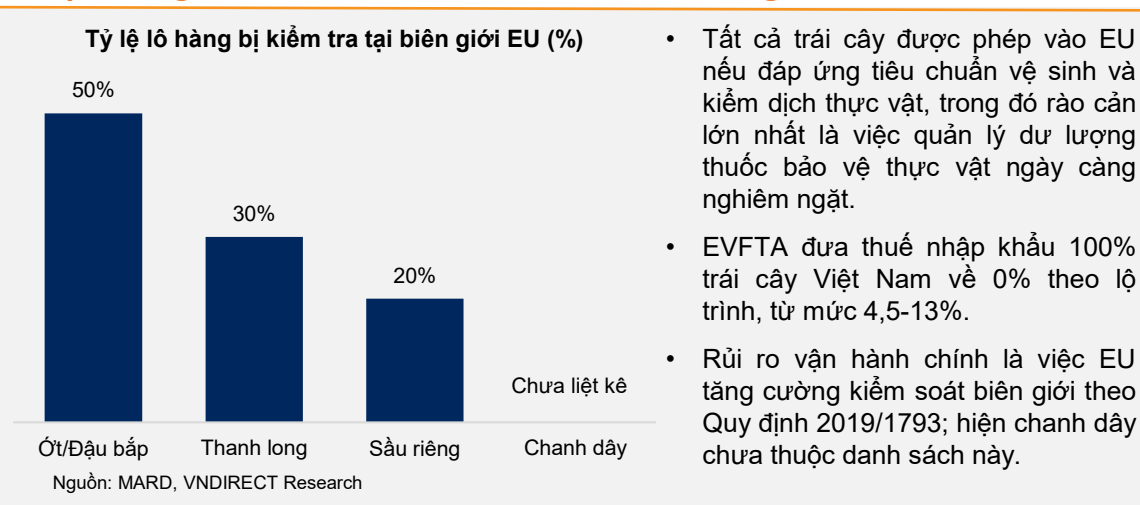
Chanh dây và sản phẩm mới bù đắp đà giảm của xoài tại Trung Quốc



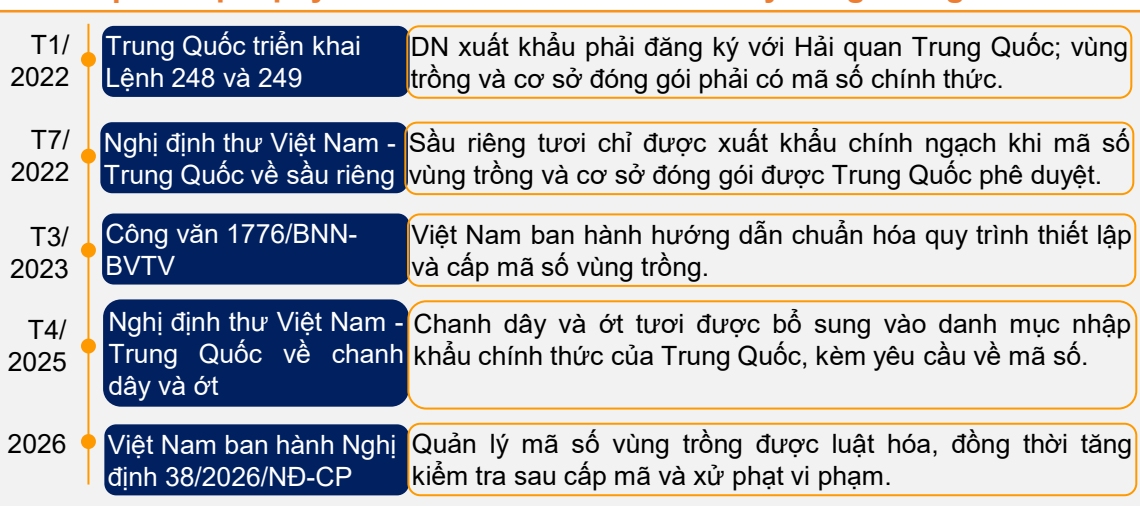
Tiếp cận thị trường: Thuế quan, tiêu chuẩn kỹ thuật và chứng nhận quyết định dư địa tăng trưởng

Dư địa xuất khẩu trái cây Việt Nam phụ thuộc vào quy định riêng ở từng thị trường: Dư lượng hóa chất tối đa được siết chặt tại EU, quy trình APHIS khó khăn và thuế 20% tại Mỹ, và mã vùng trồng tại Trung Quốc. Doanh nghiệp có chuỗi cung ứng đạt chuẩn, gồm NAF, sẽ hưởng lợi từ tăng trưởng, trong đó năng lực tuân thủ là yếu tố quyết định.

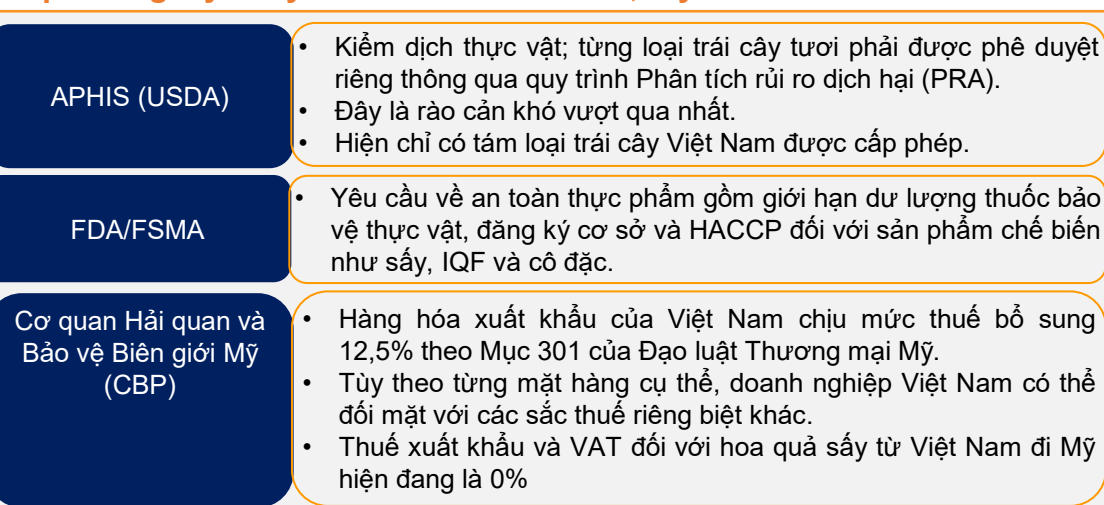
Thị trường EU: Thuế suất 0% theo EVFTA, nhưng MRL là rào cản chính



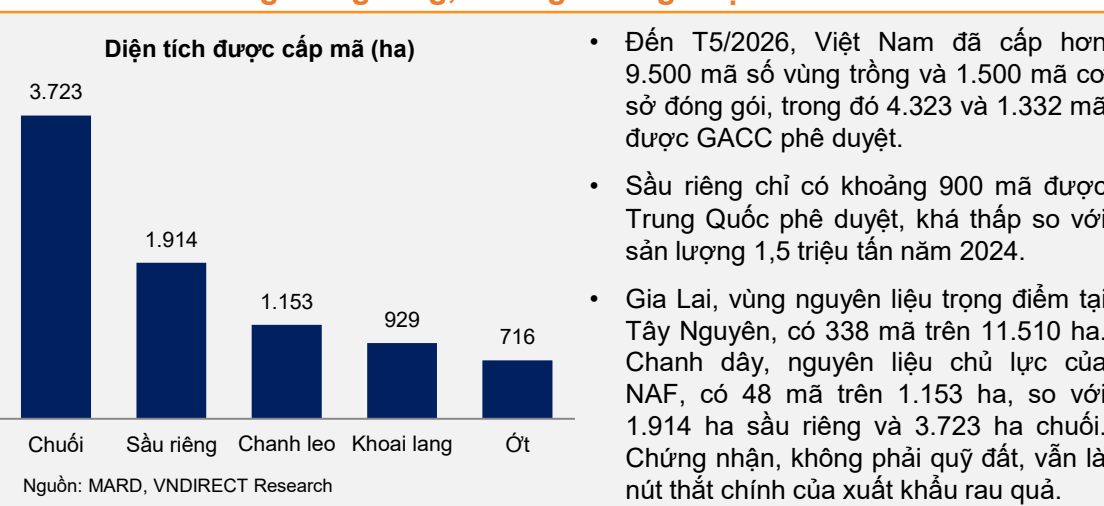
Lộ trình pháp lý mở cửa xuất khẩu chanh dây sang Trung Quốc



Thị trường Mỹ: Quy trình APHIS khắt khe, tuy nhiên thuế xuất khẩu 0%



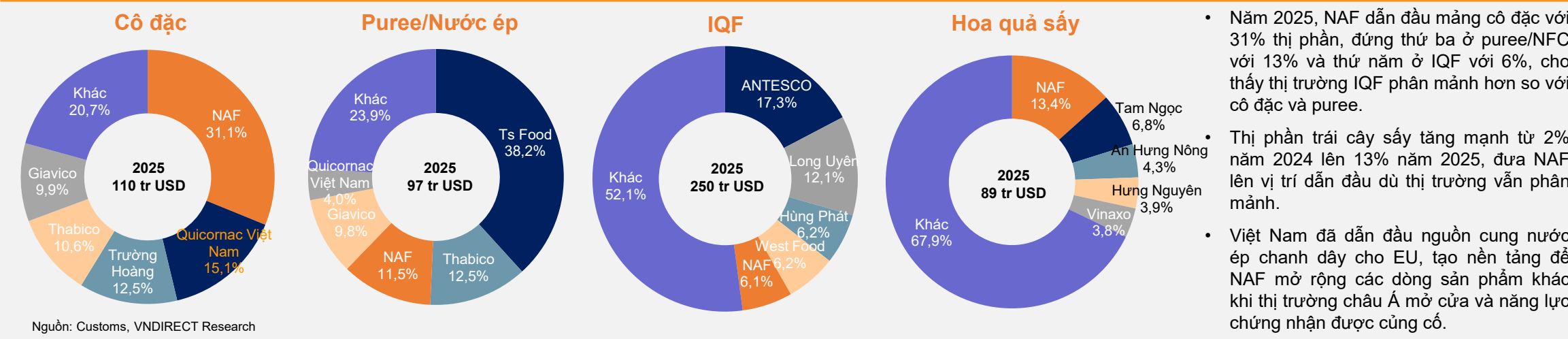
Mã số vùng trồng tăng, nhưng chứng nhận vẫn là nút thắt



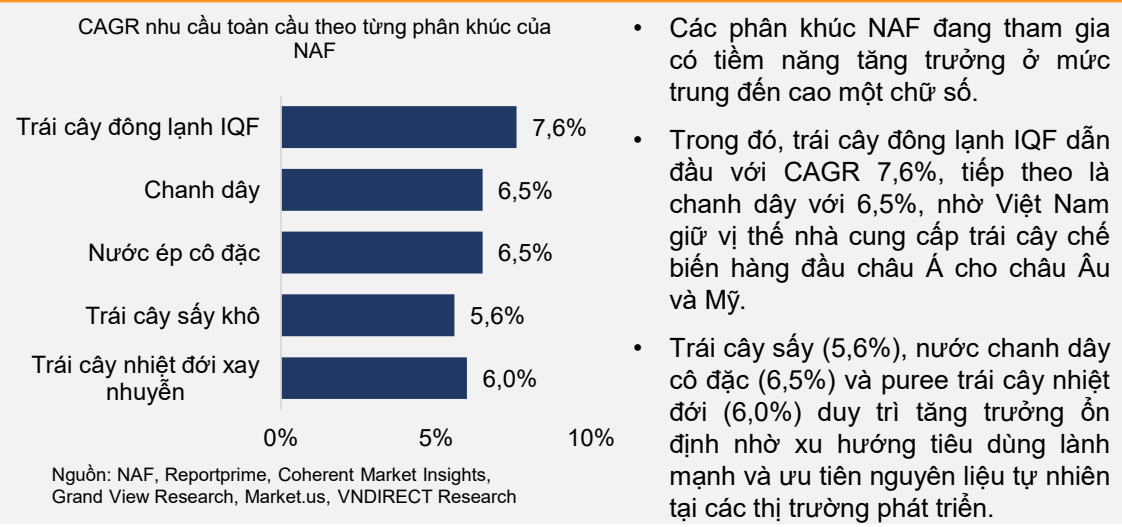
NAF dẫn đầu xuất khẩu sản phẩm cô đặc và trái cây sấy

Năm 2025, NAF dẫn đầu xuất khẩu sản phẩm cô đặc của Việt Nam với 31% thị phần, dẫn đầu trái cây sấy với 13% và nằm trong top 3 ở các phân khúc cốt lõi.

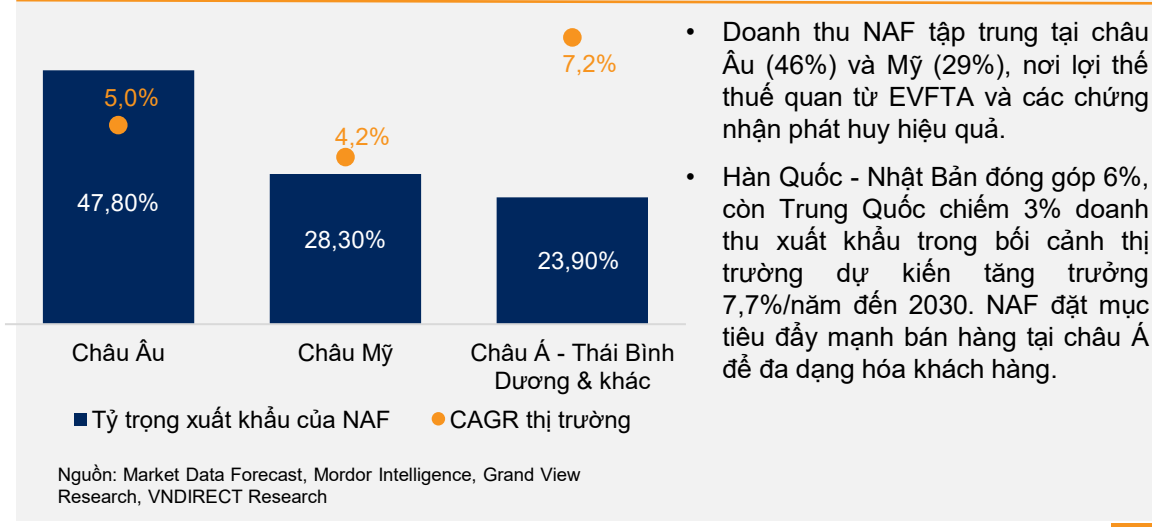
NAF giữ vị thế dẫn đầu trong nhiều nhóm trái cây chế biến xuất khẩu



Các phân khúc của NAF hưởng lợi từ tăng trưởng cơ cấu 6-8%



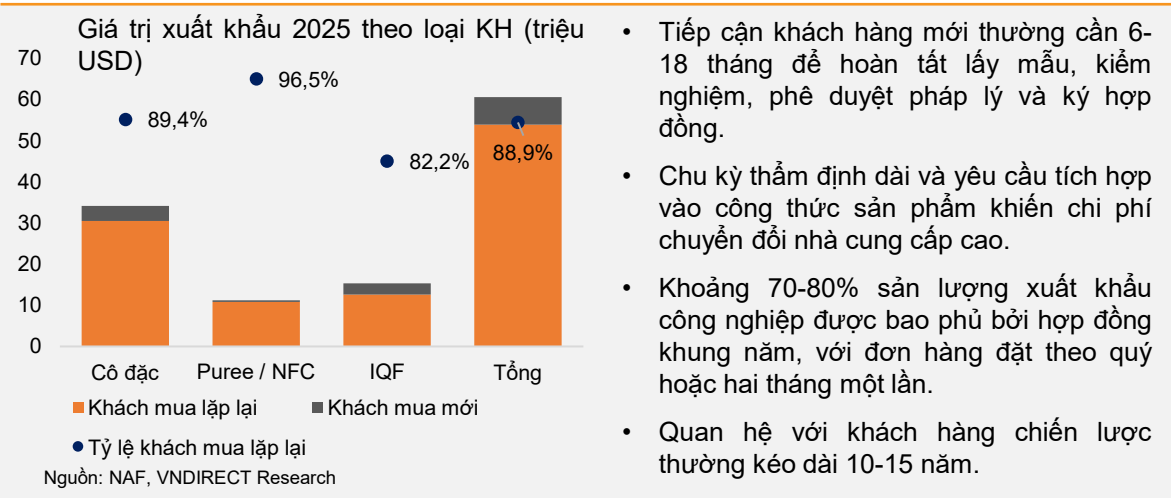
Đa dạng hóa sang các thị trường châu Á còn nhiều dư địa



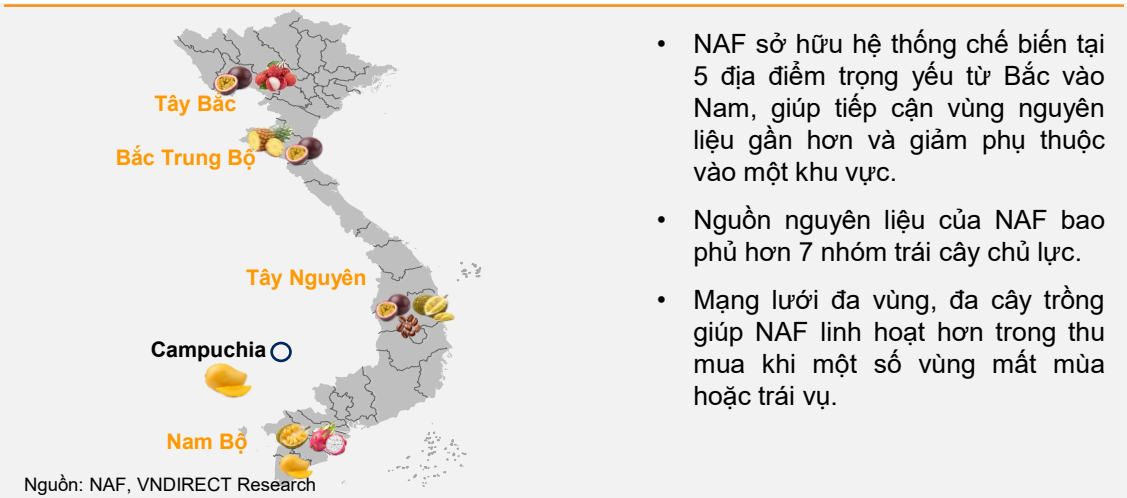
Lợi thế cạnh tranh: Năng lực sản xuất và kiểm soát chất lượng giống từ Bắc đến Nam

Quy trình thẩm định khách hàng đã được thiết lập giúp NAF nâng cao độ chắc chắn về doanh thu, trong khi khả năng kiểm soát các giống chanh dây chủ lực giúp tăng sức chống chịu trước biến động giá trái cây.

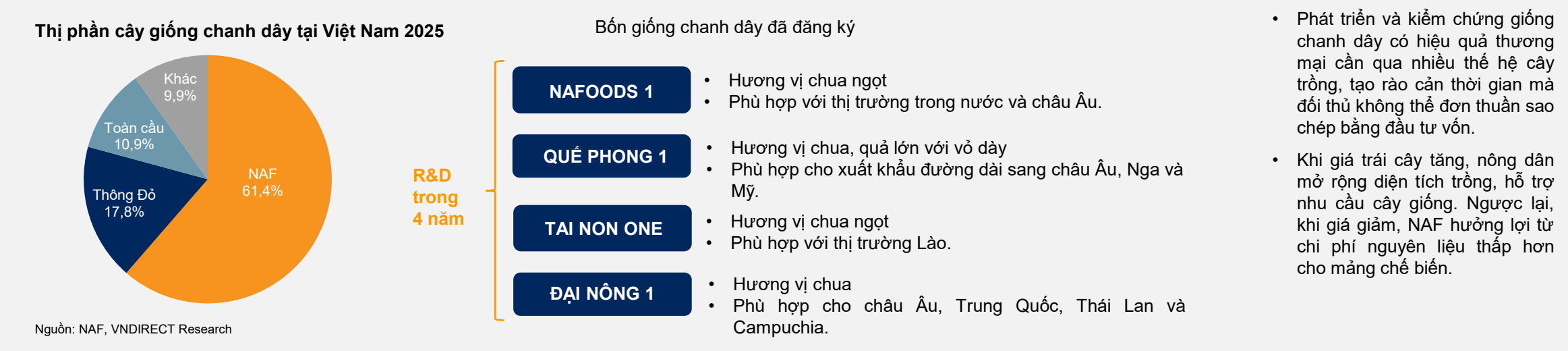
Quan hệ B2B gắn với công thức sản phẩm giúp duy trì nhu cầu ổn định



Mạng lưới sản xuất toàn quốc giảm rủi ro nguồn cung theo mùa



Các loại giống độc quyền củng cố vị thế thị trường và khả năng chống chịu lợi nhuận





**Triển vọng trong
2025-2030**

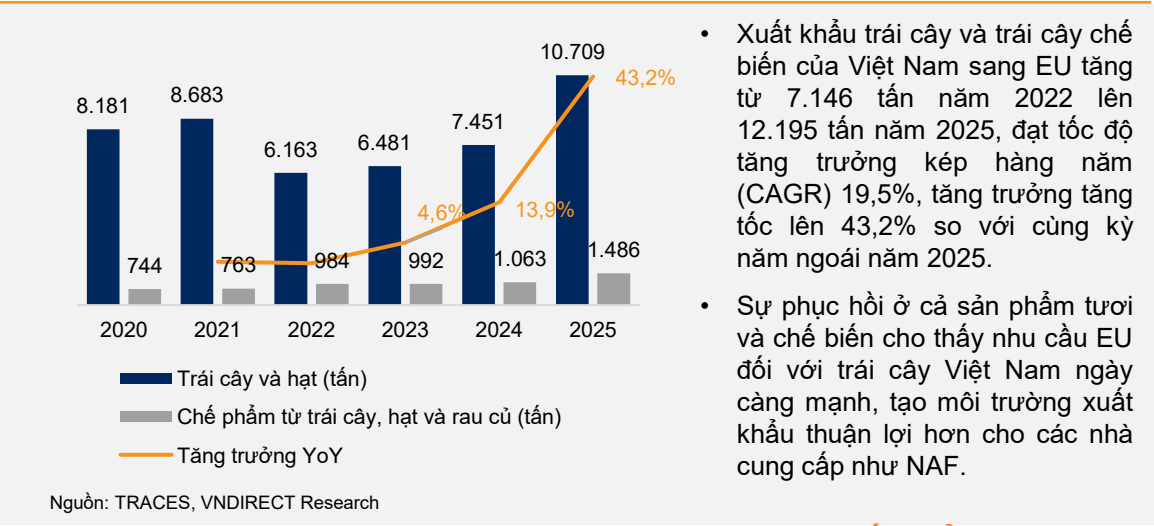


Thị phần dẫn đầu
đón nhu cầu tăng
trưởng mạnh

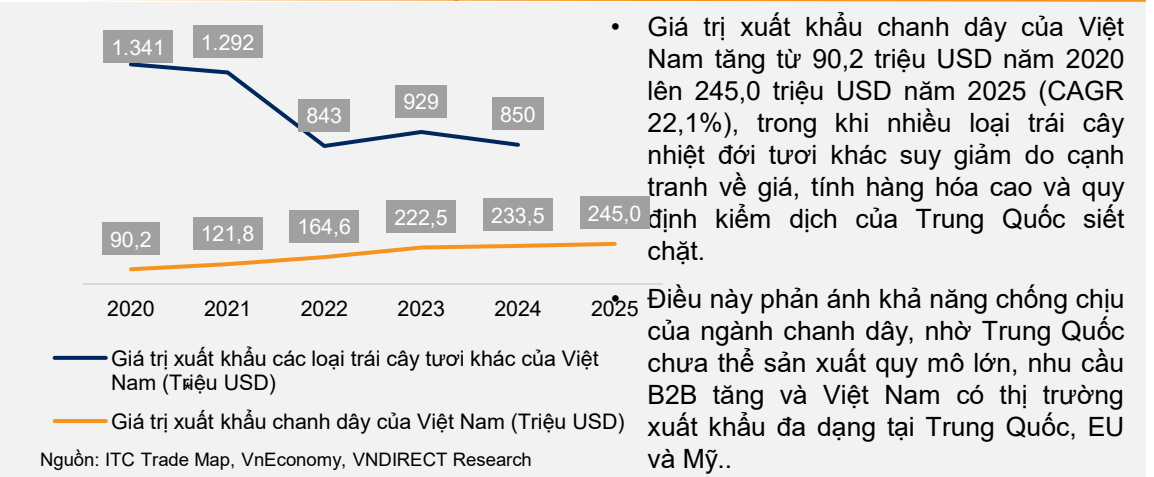
Nhu cầu puree tăng và thị trường EU phục hồi hỗ trợ nguồn cung giá cạnh tranh của Việt Nam.

Nhu cầu phục hồi tại EU, thị trường puree tăng trưởng (CAGR 6,5% đối với chanh dây), xuất khẩu chanh dây của Việt Nam duy trì khả quan và lợi thế cạnh tranh về giá tạo nền tảng thuận lợi cho NAF.

Xuất khẩu trái cây hữu cơ của Việt Nam sang EU đang phục hồi mạnh mẽ

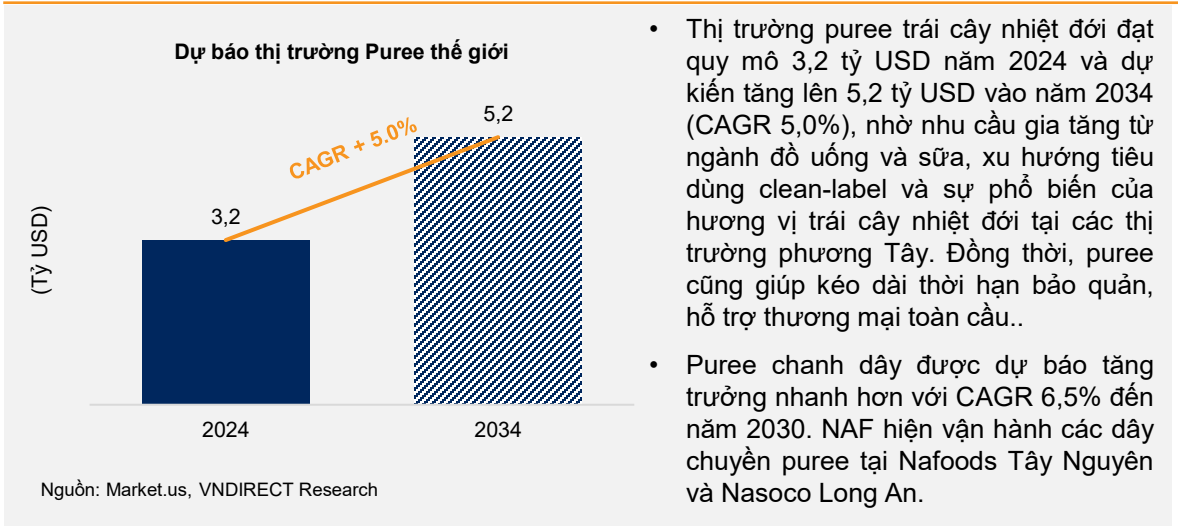


Chanh dây tăng trưởng vượt trội so với thị trường xuất khẩu trái cây nhiệt đới của Việt Nam

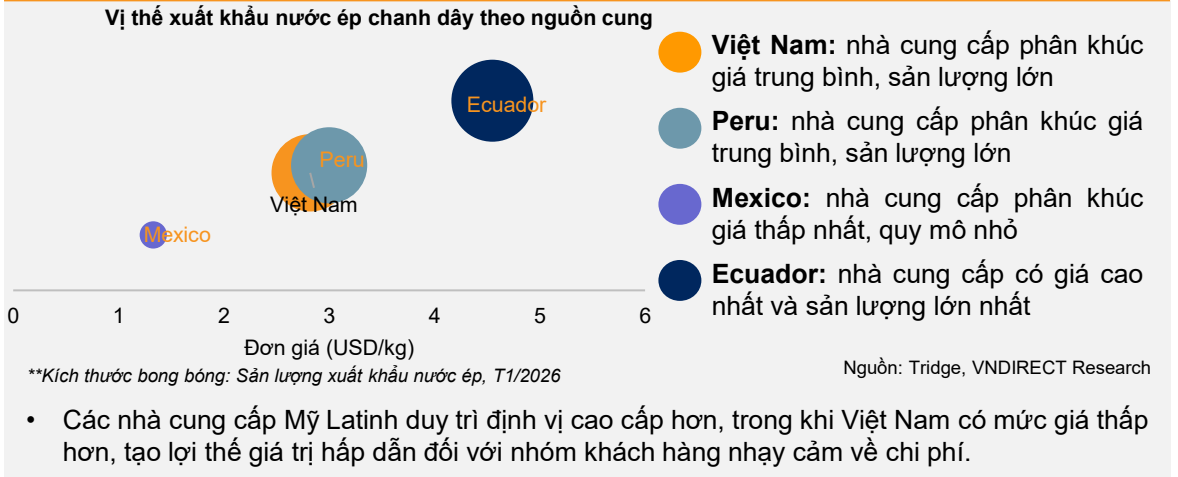


Quả me tươi, đu đủ, mít, vải, hồng xiêm (sapodilla), chanh dây, khế, thanh long và các loại quả tươi ăn được khác (không bao gồm các loại hạt; chuối, chà là, sung, dưa, bơ, ôi, xoài, măng cụt, đu đủ, trái cây có múi, nho, dưa, táo, lê, mận, mơ, anh đào, đào, mận, mận gai, dâu tây, mâm xôi đỏ, dâu tằm, mâm xôi đen, loganberry, nam việt quất, các loại quả thuộc chi Vaccinium, kiwi, sầu riêng, hồng, lý chua đen, lý chua trắng, lý chua đỏ và lý gai).

Thị trường puree trái cây nhiệt đới tiếp tục mở rộng



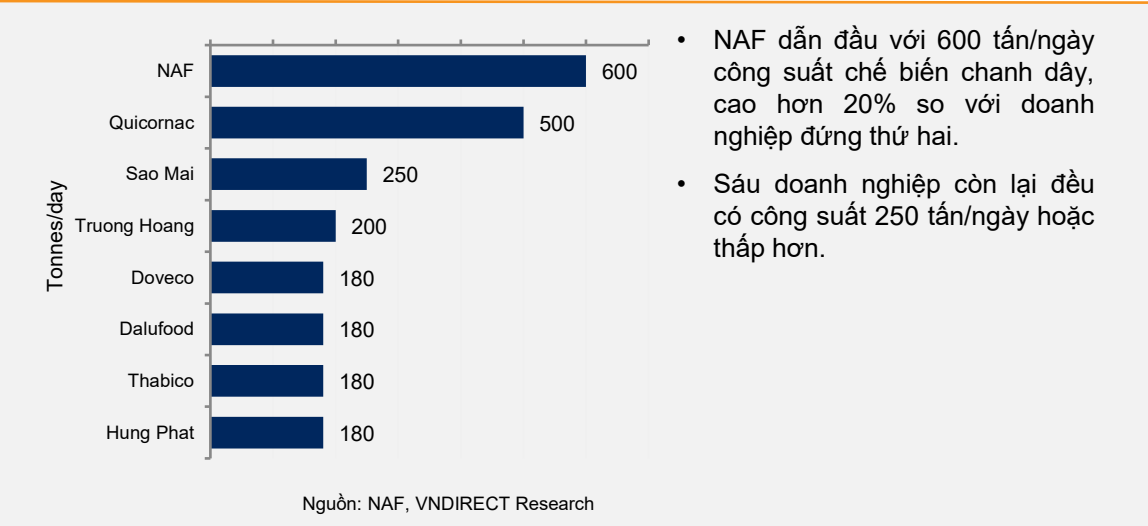
Việt Nam cung cấp mức giá cạnh tranh



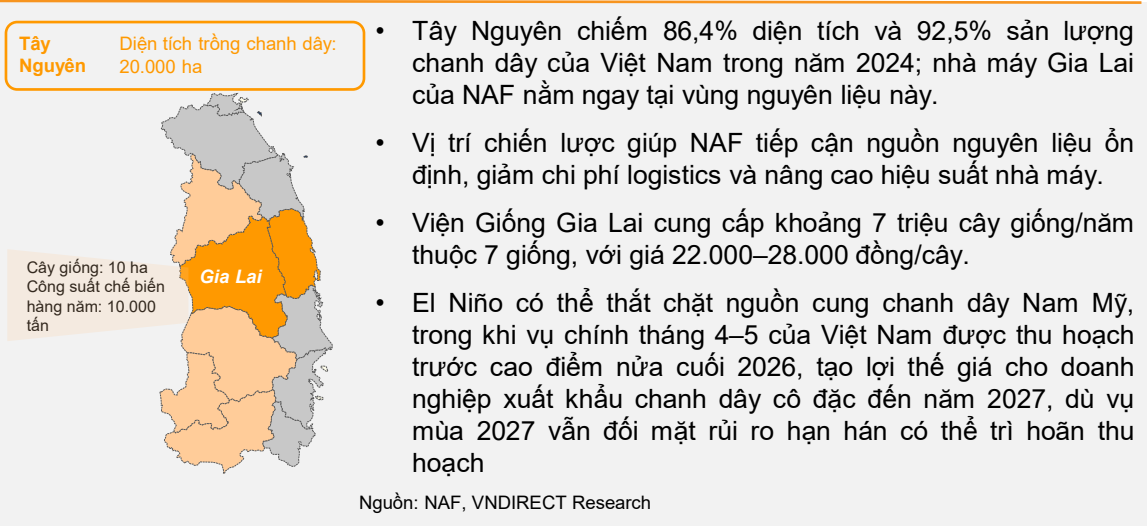
Quy mô chế biến và năng lực giống cũng cố vị thế dẫn đầu mảng chanh dây của NAF

Quy mô chế biến lớn nhất, thị phần giống dẫn đầu và vị trí gần vùng nguyên liệu giúp NAF chủ động nguồn cung, tạo nền tảng cho CAGR 14% doanh thu nước ép đến năm 2030.

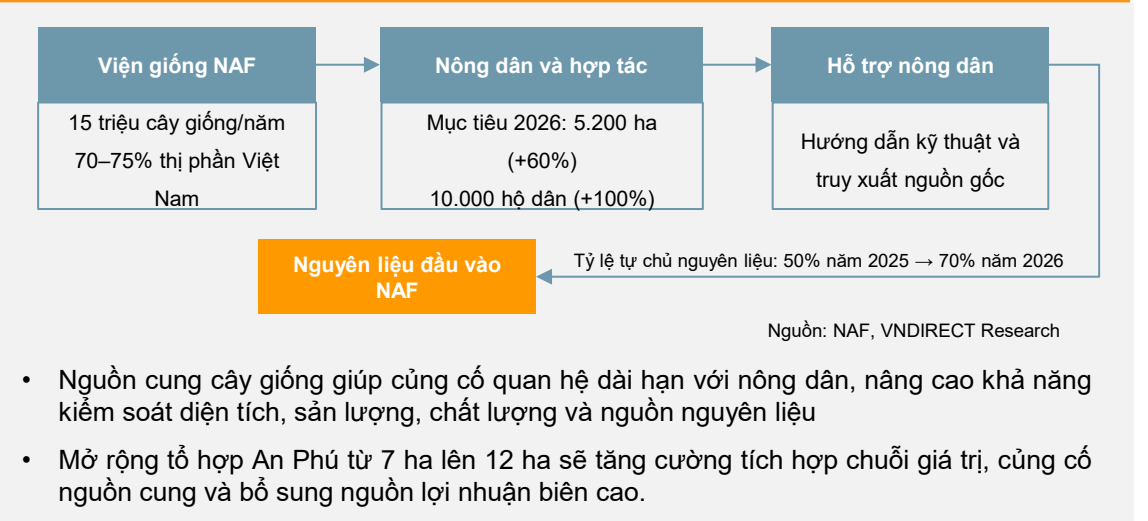
NAF sở hữu công suất chế biến chanh dây lớn nhất



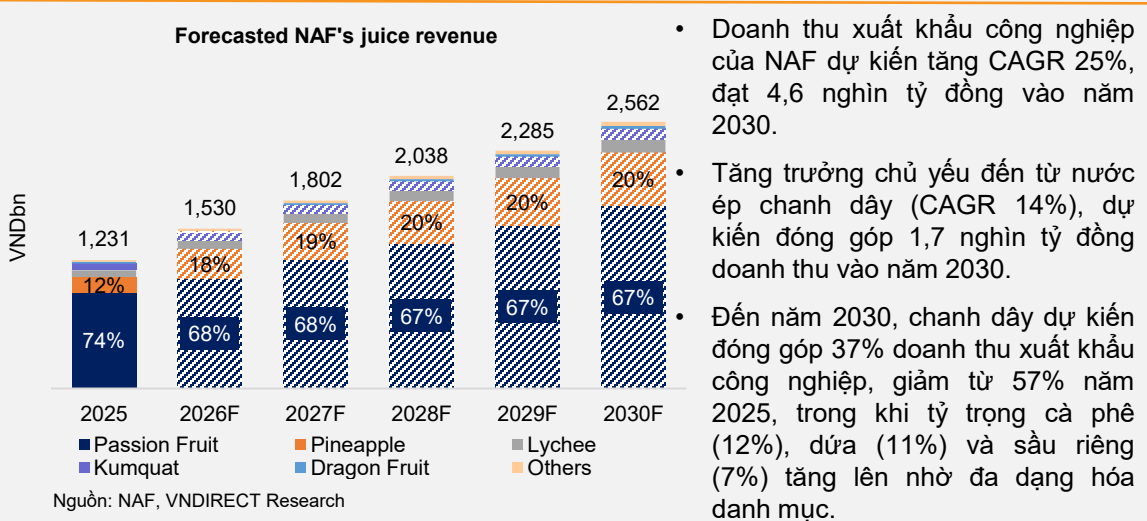
Tổ hợp Gia Lai nằm tại vùng nguyên liệu chanh dây trọng điểm



Dẫn đầu về cây giống đảm bảo nguồn cung liên kết với nông dân



Doanh thu nước ép chanh dây tăng CAGR 14% đến 2030



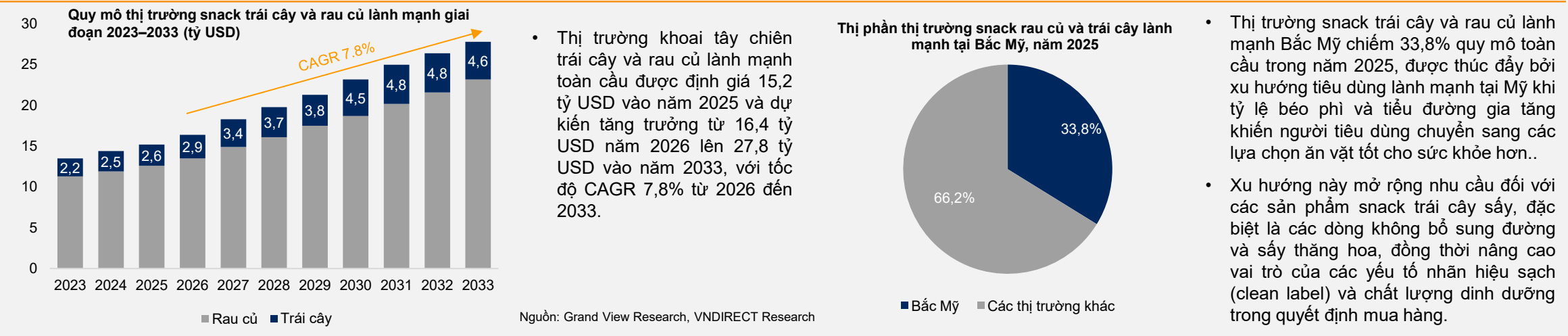


**Doanh số mít tăng
mạnh tại Mỹ**

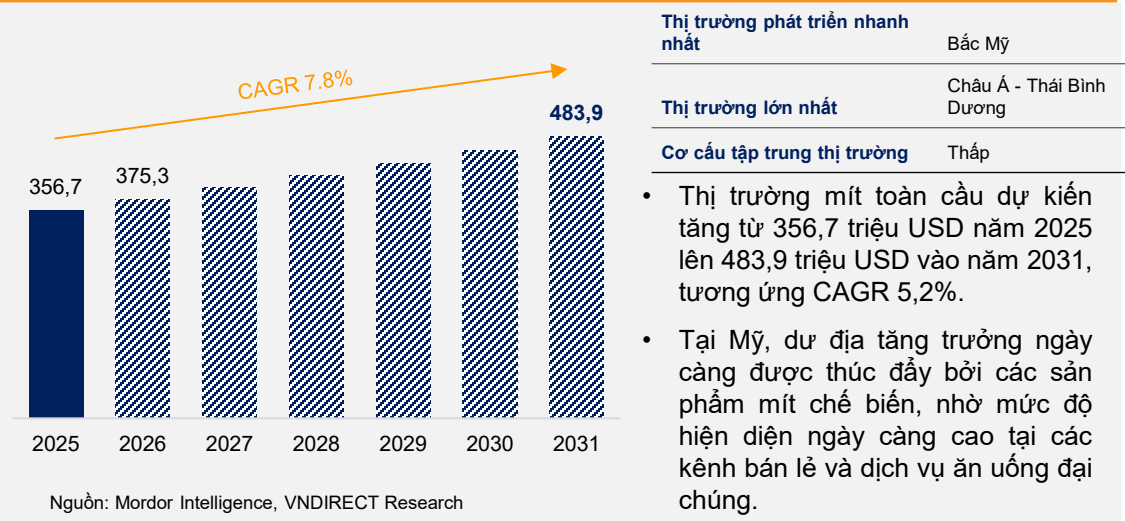
NAF củng cố vị thế dẫn đầu mảng mít nhờ xu hướng ăn vặt lành mạnh tại phương Tây

Xu hướng snack lành mạnh tại phương Tây (CAGR 7,8%) đang thúc đẩy nhu cầu đối với mít, trong khi NAF củng cố vị thế dẫn đầu với 33% thị phần và quy mô xuất khẩu 1H26 cao gần gấp 6 lần doanh nghiệp đứng thứ hai.

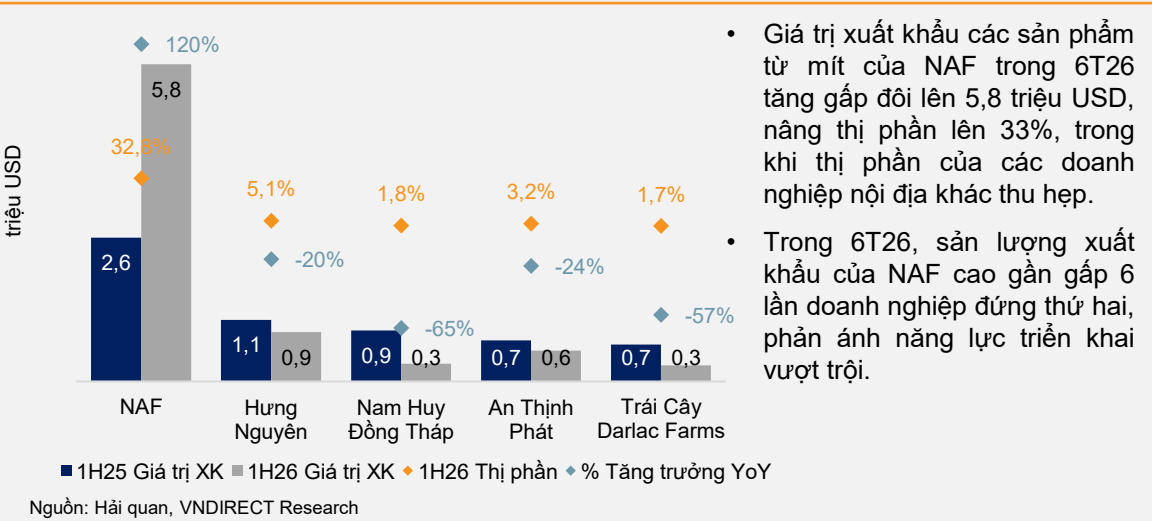
Nhu cầu đồ ăn nhẹ lành mạnh đang mở rộng, với Bắc Mỹ dẫn đầu thị trường



Mít đang tăng trưởng nhanh tại thị trường Mỹ



NAF củng cố vị thế dẫn đầu trong xuất khẩu mít chế biến



Mô hình B2B định hướng xuất khẩu của NAF giúp hạn chế cạnh tranh trực tiếp với Vinamit

Sự khác biệt về kênh phân phối giúp hạn chế cạnh tranh trực diện với Vinamit, trong khi chương trình hợp tác giữa Pho'nomenal và Costco đã đưa mít sấy giòn trở thành dòng sản phẩm tăng trưởng nhanh nhất của NAF.

NAF và Vinamit cạnh tranh ở các mắt xích khác nhau trong chuỗi giá trị

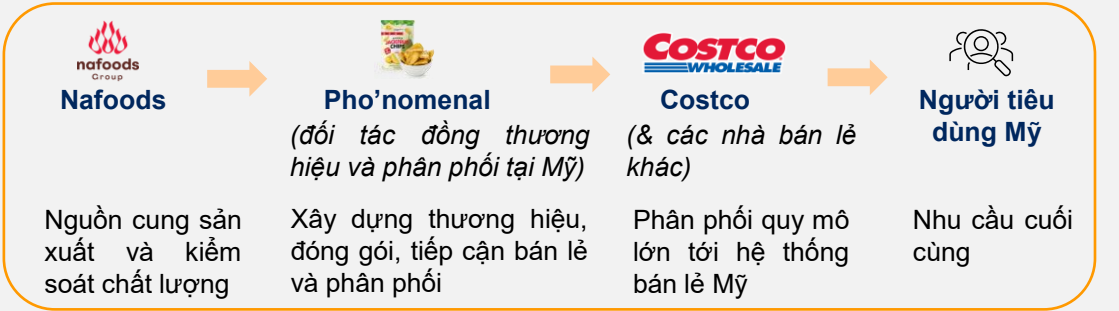
	 NAF	 Vinamit
Sản phẩm Mít	- Mít khô giòn - Mít sấy thăng hoa	- Mít sấy thăng hoa - Mít sấy giòn, mềm - Mít sấy lạnh - Mít non đóng hộp ngâm nước muối
Khách hàng	Nhà sản xuất thực phẩm B2B	Chủ yếu hướng đến người tiêu dùng thông qua thương hiệu và kênh bán lẻ riêng của mình
Thị trường mục tiêu	Định hướng xuất khẩu với hiện diện tại hơn 70 thị trường; mít sấy giòn là mảng B2C đang được phát triển	Phân phối bán lẻ nội địa trên toàn quốc, cùng với xuất khẩu sang Trung Quốc, Thái Lan, Nhật Bản, Singapore và các thị trường quốc tế khác
Lợi thế cạnh tranh	Quy mô sản xuất lớn, danh mục sản phẩm đa dạng, nguyên liệu công nghiệp, sản xuất OEM/co-brand và mạng lưới xuất khẩu toàn cầu	Thương hiệu mạnh, mạng lưới phân phối nội địa rộng và danh mục snack tiêu dùng đã được khẳng định

Nguồn: NAF, Vinamit, VNDIRECT Research

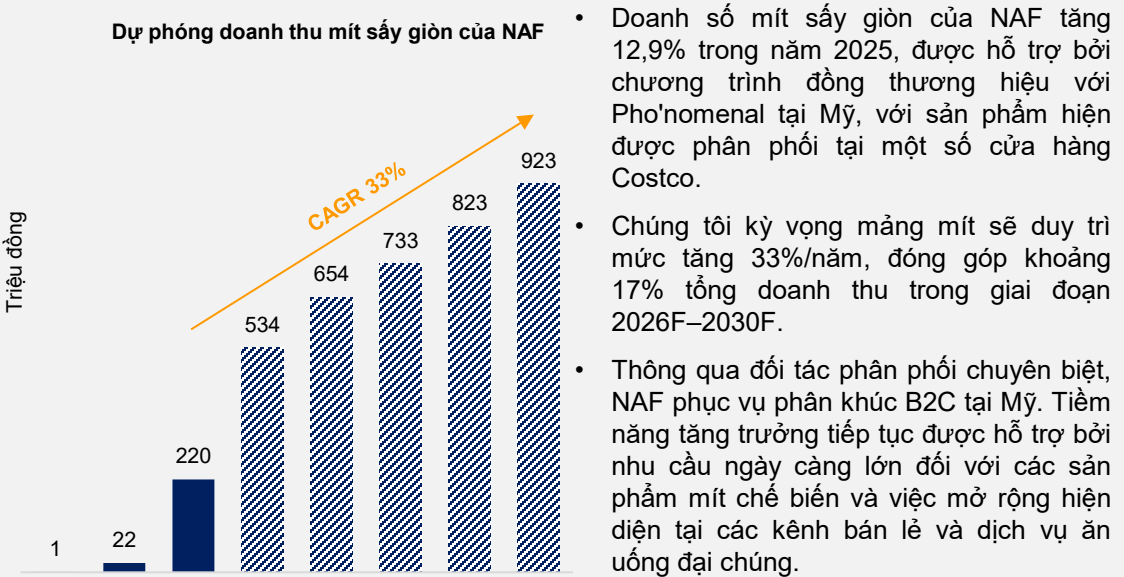
Cạnh tranh nhiều khả năng vẫn mang tính phân hóa theo kênh phân phối:

- Vinamit có lợi thế ở phân khúc mà sức mạnh thương hiệu và độ phủ bán lẻ trong nước là yếu tố quyết định, trong khi NAF nổi trội hơn ở quy mô sản xuất, tính ổn định của sản phẩm và năng lực triển khai xuất khẩu.
- NAF sở hữu lợi thế nhờ danh mục sản phẩm từ mít đa dạng, quan hệ bền vững với khách hàng B2B trong ngành thực phẩm và mạng lưới xuất khẩu tới hơn 70 thị trường.

Độ phủ bán lẻ tại Mỹ đang thúc đẩy doanh số sản phẩm từ mít



Dự phóng doanh thu mít sấy giòn của NAF



Nguồn: NAF, VNDIRECT Research

- Doanh số mít sấy giòn của NAF tăng 12,9% trong năm 2025, được hỗ trợ bởi chương trình đồng thương hiệu với Pho'nomenal tại Mỹ, với sản phẩm hiện được phân phối tại một số cửa hàng Costco.
- Chúng tôi kỳ vọng mảng mít sẽ duy trì mức tăng 33%/năm, đóng góp khoảng 17% tổng doanh thu trong giai đoạn 2026F–2030F.
- Thông qua đối tác phân phối chuyên biệt, NAF phục vụ phân khúc B2C tại Mỹ. Tiềm năng tăng trưởng tiếp tục được hỗ trợ bởi nhu cầu ngày càng lớn đối với các sản phẩm mít chế biến và việc mở rộng hiện diện tại các kênh bán lẻ và dịch vụ ăn uống đại chúng.
- Các rủi ro chính bao gồm tính liên tục của quan hệ hợp tác với nhà phân phối, chính sách giá và cơ chế chia sẻ biên lợi nhuận.



**Thị trường Trung
Quốc đầy hứa hẹn**

Việt Nam gia tăng thị phần sầu riêng, mở ra dư địa tăng trưởng dài hạn cho NAF

Nhu cầu sầu riêng ngày càng tăng tại Trung Quốc cùng với việc Việt Nam liên tục mở rộng thị phần tạo nền tảng thuận lợi cho thị trường. Tuy nhiên, khả năng hiện thực hóa cơ hội này của NAF sẽ phụ thuộc vào việc mở rộng quy mô các mảng kinh doanh sầu riêng và mít.

Trung Quốc dẫn dắt nhu cầu đối với trái cây xuất khẩu của Việt Nam

	Dữ liệu 6T26	Tăng trưởng svck
Xuất khẩu nông, lâm, thủy sản Việt Nam	35,9 tỷ USD	6.0%
Tỷ trọng Trung Quốc trong tổng kim ngạch xuất khẩu	21.3%	23.1%
Xuất khẩu rau quả Việt Nam	3,7 tỷ USD	17.7%
Tỷ trọng Trung Quốc trong xuất khẩu rau quả	51.2%	27.9%

Nguồn: tradedata, VNDIRECT Research

- Trung Quốc chiếm 21,3% tổng kim ngạch xuất khẩu nông, lâm, thủy sản của Việt Nam trong 6M26, vượt Mỹ (19,0%), trong khi giá trị xuất khẩu sang Trung Quốc tăng 23,1% svck.
- Đối với ngành rau quả, Trung Quốc chiếm tới 51,2% giá trị xuất khẩu trong 6M26, với kim ngạch tăng 27,9% svck, tiếp tục là động lực tăng trưởng quan trọng của các doanh nghiệp trái cây nhiệt đới Việt Nam.

Sầu riêng đông lạnh mở rộng dư địa tại thị trường nội địa Trung Quốc

Quốc gia	Giá trị nhập khẩu (Triệu USD) (Trục trái)	Sản lượng (tấn)
Thái Lan	72.000	94.000
Việt Nam	~480	~80.000
Malaysia	15.000	~15.000

Nguồn: NAF, VNDIRECT Research

- Giá trị nhập khẩu sầu riêng đông lạnh của Trung Quốc tăng 30%, trong khi sản lượng nhập khẩu tăng 58% trong năm 2025. Việt Nam vượt Thái Lan về sản lượng xuất khẩu (94.000 tấn so với 72.000 tấn), nhờ được cấp phép xuất khẩu từ tháng 8/2024, nguồn cung cạnh tranh và nhu cầu ngày càng tăng đối với sản phẩm chế biến.
- Xu hướng chuyển dịch sang sầu riêng đông lạnh có thể giúp NAF mở rộng sang các thị trường nội địa như Bắc Kinh, đồng thời cạnh tranh bằng chất lượng chế biến thay vì chỉ dựa vào lợi thế giao hàng của sầu riêng tươi.

Việt Nam nhanh chóng gia tăng thị phần sầu riêng tại Trung Quốc

Năm	Giá trị XK sầu riêng Việt Nam (Triệu USD)	Giá trị XK sầu riêng Thái Lan (Triệu USD)	Tăng trưởng svck Việt Nam	Tăng trưởng svck Thái Lan
2021	~3000	~3000	-	-
2022	~1000	~3000	-1,6%	-
2023	~2000	~4000	30,4%	1162,2%
2024	~3000	~3800	-5,9%	3,4%

Nguồn: Trade Map, VNDIRECT Research

- Xuất khẩu sầu riêng của Việt Nam sang Trung Quốc đạt 2,9 tỷ USD trong năm 2024 (CAGR 8.000%) nhờ Nghị định thư kiểm dịch thực vật đối với sầu riêng tươi ký với GACC vào tháng 7/2022. Trong khi đó, xuất khẩu của Thái Lan giảm 5,9% svck xuống 3,7 tỷ USD
- Với nguồn cung quanh năm, giá trị xuất khẩu của Việt Nam đã đạt khoảng 78% Thái Lan trong năm 2024, cho thấy khoảng cách giữa hai nước tiếp tục thu hẹp..

Sầu riêng sẽ là một trong các động lực tăng trưởng tiếp theo của NAF

Năm	Doanh thu (tỷ đồng)
2025	0
2026F	6
2030F	20

Nguồn: NAF, VNDIRECT Research

- NAF kỳ vọng doanh thu sầu riêng tăng từ gần như 0 trong năm 2025 lên 148 tỷ đồng vào năm 2026 và 519 tỷ đồng vào năm 2030 (CAGR 37%), với 67% đến từ sầu riêng tươi và 33% từ sầu riêng đông lạnh.
- Đà tăng trưởng được hỗ trợ bởi các lô hàng thử nghiệm sang Trung Quốc và việc mở rộng công suất thông qua dây chuyền IQF hiện hữu.
- Chúng tôi kỳ vọng mảng sầu riêng sẽ đóng góp khoảng 5%/10% tổng doanh thu của NAF trong các năm 2026/2030.

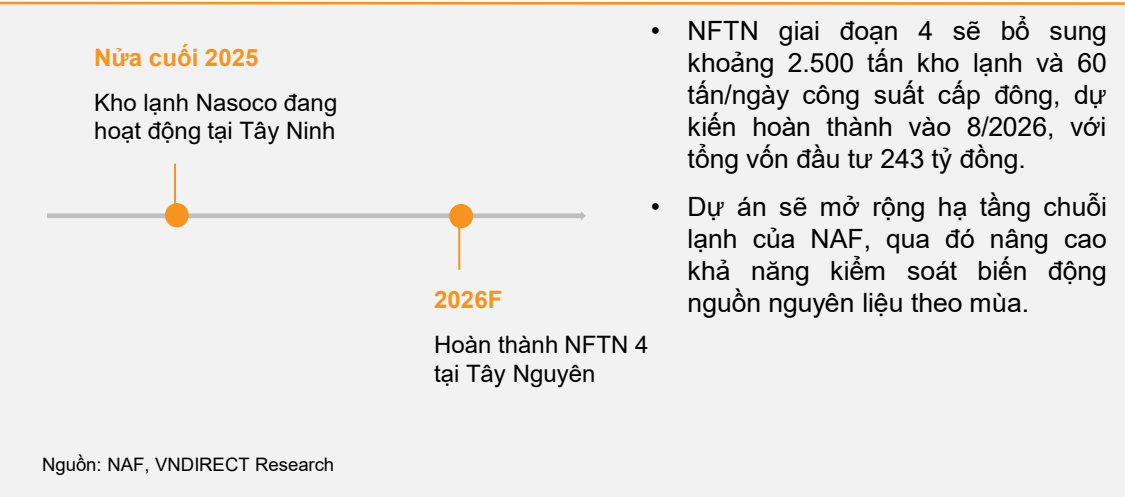


**Tăng cường tích hợp
chuỗi giá trị**

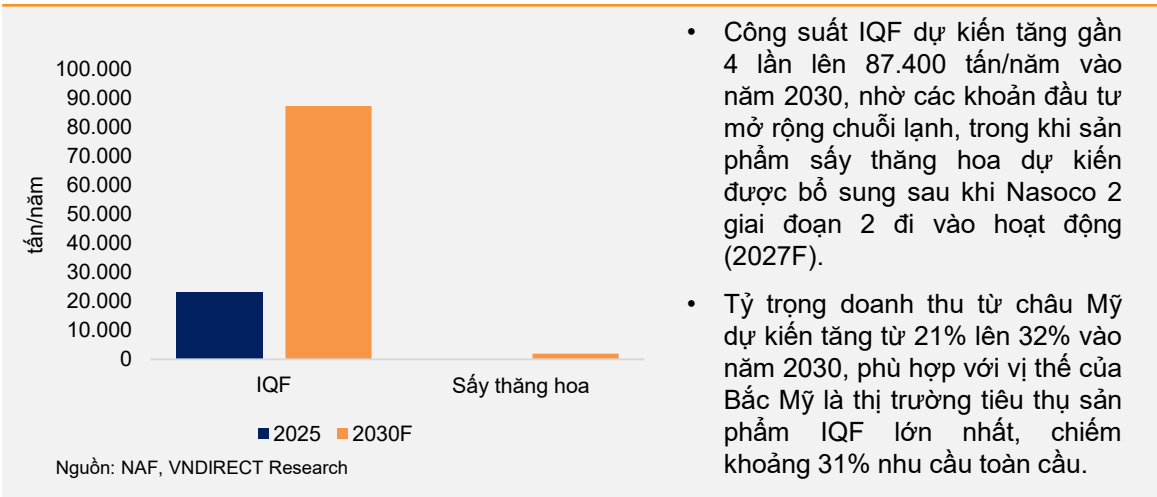
Mở rộng kho lạnh củng cố chuỗi cung ứng của NAF

Hạ tầng chuỗi lạnh tại Việt Nam vẫn còn thiếu hụt, trong khi khoản đầu tư kho lạnh mới giúp NAF chủ động nguồn cung, giảm biến động chi phí nguyên liệu và phụ thuộc vào kho thuê.

Giai đoạn 4 của NFTN thúc đẩy mở rộng công suất



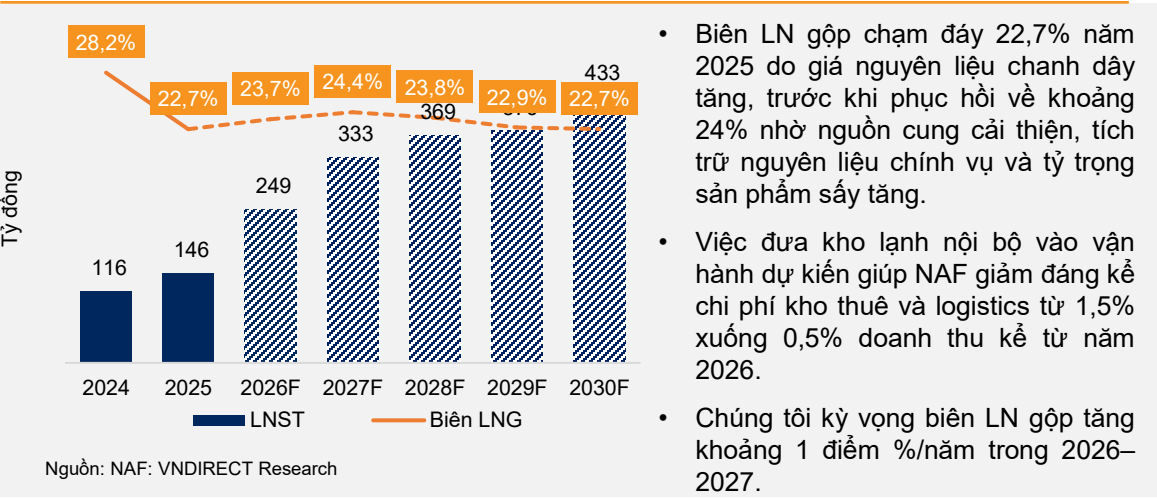
Mở rộng sản phẩm đông lạnh hướng tới thị trường giá trị cao



Chi phí sản xuất chính là nguyên liệu thô



Kho lạnh mới giúp NAF giảm phụ thuộc vào công suất thuê ngoài chi phí cao





Đánh giá



Phân tích SWOT

Điểm mạnh – Chuỗi giá trị tích hợp, chủ động đầu vào

- Mô hình tích hợp dọc từ cây giống, vùng trồng đến chế biến và xuất khẩu.
- Chiếm **70%** thị phần cây giống chanh dây tại Việt Nam.
- Chiếm **36%** kim ngạch xuất khẩu nước ép cô đặc của Việt Nam.
- Chiếm **20%** kim ngạch xuất khẩu nước ép NFC và puree.
- Xuất khẩu đến hơn 70 quốc gia; châu Âu và Mỹ đóng góp lần lượt 44% và 26% doanh thu xuất khẩu.

Cơ hội - Mở rộng năng lực thông qua đa dạng hóa sản phẩm

- Xuất khẩu sầu riêng đông lạnh của Việt Nam tăng gấp 20 lần svck năm trước trong năm 2025.
- Thị trường nước ép trái cây Việt Nam dự kiến tăng trưởng CAGR 4,7%.
- EVFTA nâng sức cạnh tranh của trái cây chế biến Việt Nam tại châu Âu.

Điểm yếu - Phụ thuộc cao vào chanh dây và nguồn cung từ bên ngoài

- Chanh dây vẫn là cây trồng chủ lực trên các đồn điền, cơ sở chế biến và xuất khẩu.
- Mùa màng yếu hoặc giá thấp có thể ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh
- Hiệu quả đa dạng hóa sản phẩm còn hạn chế khi một số dự án tại Lào (chanh dây và chuối), Bến Tre (dừa) và Bình Thuận (thanh long) đã dừng triển khai.
- Phần lớn tài sản cố định đã được thế chấp cho các khoản vay ngân hàng.

Thách thức – Rủi ro pháp lý, khí hậu và cạnh tranh gia tăng

- Gia Lai đối mặt rủi ro hạn hán và thời tiết cực đoan, đặc biệt trong giai đoạn El Niño.
- EU siết chặt quy định về dư lượng thuốc BVTV, truy xuất nguồn gốc và phát thải carbon..
- Doanh nghiệp Thái Lan và Ấn Độ có lợi thế quy mô ở các sản phẩm như nước ép cô đặc dừa và chanh dây.

Nguồn: NAF, VNDIRECT Research

Định giá của chúng tôi

Chúng tôi định giá Nafoods ở mức 60.100 đồng/cp, tương ứng tiềm năng tăng giá 25% so với giá hiện tại.

Định giá dựa trên tỷ trọng ngang nhau giữa phương pháp DCF và EV/EBITDA.

Các yếu tố hỗ trợ tái định giá gồm:

- Nhu cầu xuất khẩu và giá bán trái cây chế biến cao hơn dự kiến.
- Nguồn cung nguyên liệu trong mùa cao điểm vượt kỳ vọng.

Rủi ro giảm giá mục tiêu gồm:

- Thời tiết bất lợi ảnh hưởng đến mùa vụ và nguồn cung nguyên liệu.
- Nhu cầu xuất khẩu thấp hơn dự kiến hoặc giá trái cây toàn cầu diễn biến bất lợi
- Thị trường lớn tăng mức thuế nhập khẩu sản phẩm trái cây Việt Nam hoặc giảm thuế cho các thị trường Thái Lan, Ecuador, vv.

Định giá		
Phương pháp	Giá	Tỷ trọng
Định giá theo DCF	60.231	50%
Định giá theo EV/EBITDA	60.037	50%
Giá mục tiêu		60.100
EV/EBITDA tương đương		11,1
Giá hiện tại		48.100
Tiềm năng tăng giá		24,9%

Tăng trưởng dài hạn	Chi phí vốn							
		10,4%	10,9%	11,4%	11,9%	12,4%	12,9%	13,4%
	1,5%	59.500	57.500	55.600	53.900	52.300	50.700	49.300
	2,0%	61.900	59.700	57.600	55.700	53.900	52.200	50.700
	2,5%	64.700	62.200	59.900	57.800	55.800	54.000	52.300
	3,0%	68.000	65.100	62.500	60.100	57.900	55.900	54.100
	3,5%	71.900	68.600	65.600	62.900	60.400	58.200	56.100
	4,0%	76.600	72.700	69.300	66.200	63.400	60.800	58.500
	4,5%	82.400	77.800	73.700	70.100	66.900	63.900	61.200

Định giá DCF

Chúng tôi xây dựng mô hình DCF cho NAF đến năm 2035, khi FCFF dự kiến ổn định sau giai đoạn đầu tư capex lớn. Chúng tôi sử dụng WACC 9,5%, gồm chi phí nợ vay 8,0% và chi phí vốn chủ sở hữu 11,9%.

Mô hình Chiết khấu Dòng tiền (DCF)										
Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F
EBIT	368	490	537	568	618	568	568	599	632	666
Trừ: Thuế	(43)	(53)	(56)	(55)	(61)	(56)	(58)	(63)	(69)	(74)
EBIAT	325	437	480	513	557	511	510	536	563	592
Cộng: Khấu hao	111	187	283	338	345	341	338	336	333	330
Trừ: Chi phí đầu tư (Capex)	(857)	(1.003)	(1.003)	(153)	(53)	(53)	(53)	(53)	(53)	(53)
Trừ: Tăng vốn lưu động ròng	(344)	(279)	(140)	(161)	(117)	(90)	(182)	(94)	(99)	(104)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF)	(765)	(658)	(379)	537	732	710	614	725	745	765
Kỳ chiết khấu	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	9,0	10,0
Hệ số chiết khấu	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	(698)	(548)	(288)	373	464	411	324	350	328	308
Giá trị hiện tại lũy kế của FCFF	1.024									

WACC	2026F
Tổng nợ vay	1.406
Nợ vay ngắn hạn	665
Nợ vay dài hạn	741
Chi phí nợ vay	8,0%
Lãi suất phi rủi ro	4,2%
Phần bù rủi ro	9,2%
Beta (Bloomberg)	0,8
Chi phí vốn chủ sở hữu	11,9%
Thuế suất hiệu dụng	15,0%
Giá trị vốn chủ sở hữu	1.602
Tổng nợ vay	1.406
Tỷ trọng vốn chủ sở hữu	53,3%
Tỷ trọng nợ vay	46,7%
WACC	9,5%

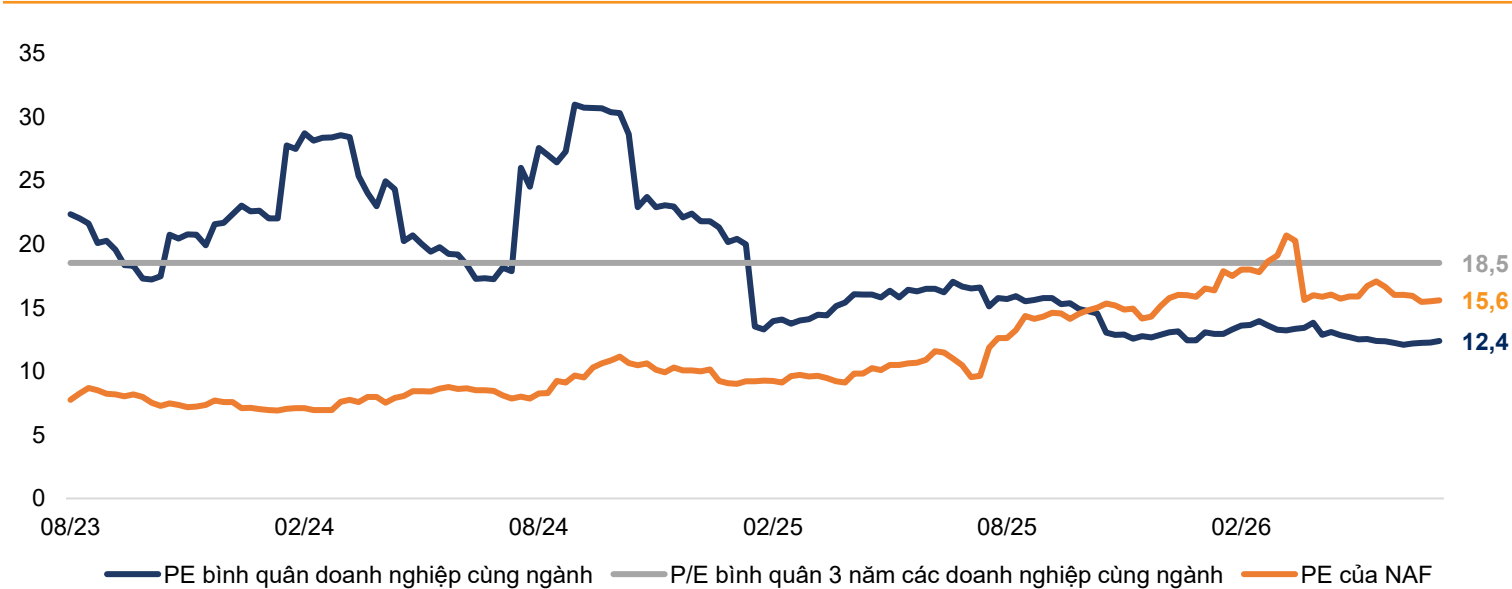
Định giá DCF	2035
Giá trị hiện tại của FCFF (Tỷ đồng)	1.024
FCFF cuối kỳ (Terminal)	765
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	3,0%
Giá trị cuối kỳ (Terminal value)	12.056
Hệ số chiết khấu	0,4
Giá trị hiện tại của giá trị cuối kỳ (Tỷ đồng)	4.848
Giá trị doanh nghiệp (EV)	5.871
Trừ: Tổng nợ vay (Tỷ đồng)	(1.406)
Trừ: Cổ phiếu ưu đãi (Tỷ đồng)	-
Trừ: Lợi ích cổ đông không kiểm soát (Tỷ đồng)	(1)
Cộng: Tiền và tương đương tiền (Tỷ đồng)	167
Giá trị vốn chủ sở hữu ước tính (Tỷ đồng)	4.631
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	77
Giá trị vốn chủ sở hữu mỗi cổ phiếu (VND)	60.231

Nguồn: NAF, HNX, Bloomberg, Damodaran, VNDIRECT Research

Định giá theo hệ số thị trường

So sánh công ty																		
		Vốn hóa	Doanh thu			Lợi nhuận		EPS	Nợ ròng/ VCSH	P/E (x)		P/BV (x)		ROE (%)		EV/EBITDA		
Tên công ty	Mã CP	Tr USD	2025 Tr USD	2025 svck	2026 svck	2025 Tr USD	2025 svck	2026 svck	%	12M	2026	12M	2026	12M	2026	12M	2026	2026 Điều chỉnh
Nafoods Group JSC	NAF VN Equity	113	79	44%	na	6	80%	na	153%	15,44	na	3,6	na	22,2	na	11,7	na	11,7
Calavo Growers Inc	CVGW US Equity	466	648	-2%	-5%	20	162%	-13%	-20%	19,23	19,3	2,3	na	7,9	na	16,4	11,0	12,4
TH Plantations Bhd	THP MK Equity	132	225	7%	-2%	21	37%	-17%	41%	7,43	9,7	0,6	0,6	11,2	5,4	5,3	6,8	5,0
Lassonde Industries Inc	LAS/A CN Equity	1.046	2.100	13%	2%	107	14%	14%	35%	8,9	9,1	1,3	1,1	14,4	11,7	4,9	5,4	4,0
Kagome Co Ltd	2811 JP Equity	1.536	1.968	-4%	3%	99	-21%	-15%	27%	17,76	18,8	1,3	1,3	7,8	6,8	13,2	9,5	17,4
TIPCO Foods PCL	TIPCO TB Equity	89	60	-2%	na	7	35%	na	28%	11	na	0,8	na	6,3	na	15,2	na	16,8
Trung bình		653,8	1.000	2,4%	-0,5%	51	45%	-8%	22%	12,864	14,2	1,3	1,0	9,5	8,0	11,0	8,2	11,1
Trung vị		466	648	-2,0%	0,0%	21	35%	-14%	28%	11,0	14,3	1,3	1,1	7,9	6,8	13,2	8,1	12,4

NAF đang giao dịch tại P/E 15,6x, thấp hơn mức P/E bình quân ba năm của ngành 18,5x.



Định giá theo hệ số EV/EBITDA		2026
EBITDA (Tỷ đồng)		526
EV/EBITDA mục tiêu (x)		11,1
Giá trị doanh nghiệp (EV)		5.856
Trừ: Tổng nợ vay (Tỷ đồng)		(1.406)
Trừ: Cổ phiếu ưu đãi (Tỷ đồng)		-
Trừ: Lợi ích cổ đông không kiểm soát (Tỷ đồng)		(1)
Cộng: Tiền và tương đương tiền (Tỷ đồng)		167
Giá trị vốn chủ sở hữu ước tính (Tỷ đồng)		4.616
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cp)		77
Giá trị vốn chủ sở hữu mỗi cổ phiếu (VND)		60.037

Nguồn: Bloomberg, NAF, VNDIRECT Research

Rủi ro thị trường XK và chính sách thương mại	- Các thị trường trọng điểm như EU và Mỹ có thể thay đổi chính sách nhập khẩu đột ngột, trong khi cạnh tranh gia tăng từ Peru, Ecuador, Thái Lan và Philippines ở mảng cô đặc và IQF trái cây nhiệt đới. - Thuế quan Mỹ vẫn chưa ổn định. Sau khi Tòa án Tối cao bác bỏ thuế IEEPA năm 2025 vào T2/2026, mức thuế 10% theo Điều 122 được áp dụng đến cuối T7/2026 và có thể được thay thế bằng mức cao hơn theo Điều 301, làm giảm sức cạnh tranh của NAF so với Mexico và Nam Mỹ.
Rủi ro chu kỳ giá chanh dây	- Giá chanh dây tại vườn biến động theo chu kỳ nhiều năm: giá cao thúc đẩy mở rộng diện tích, sau đó dẫn đến dư cung và giá giảm. Hợp đồng FOB chỉ giúp NAF chuyển một phần biến động chi phí đầu vào sang khách hàng. - Chu kỳ này cũng ảnh hưởng đến nhu cầu cây giống, khiến mảng trái cây và cây giống có mức độ tương quan cao thay vì tạo hiệu ứng đa dạng hóa.
Rủi ro khí hậu và chuỗi cung ứng	- Hạn hán hoặc mưa kéo dài có thể làm giảm năng suất và chất lượng trái cây, đặc biệt trong giai đoạn El Niño. - Chanh dây là nguồn doanh thu lớn nhất và tập trung tại Tây Nguyên, khiến sản lượng và nhu cầu cây giống nhạy cảm với thời tiết.
Rủi ro tỷ giá và tài chính	- Năm 2025, xuất khẩu chiếm 87,9% doanh thu và chủ yếu thanh toán bằng USD, trong khi phần lớn chi phí bằng VND. Vay USD giúp phòng ngừa một phần rủi ro dòng tiền. - VND lên giá làm thu hẹp biên lợi nhuận, còn VND mất giá có thể gây lỗ tỷ giá từ nợ USD. Tổng nợ phải trả tăng 47,4% lên 1.500 tỷ đồng, trong khi khoản vay xanh/ESG 20 triệu USD từ FMO làm tăng rủi ro nợ ngoại tệ.
Rủi ro pháp lý và tuân thủ	- Hệ thống truy xuất nguồn gốc tại Việt Nam vẫn chưa hoàn thiện, trong khi một số dòng sản phẩm còn rủi ro liên quan đến chất cấm. - Mỹ kiểm tra trái cây nhập khẩu theo từng lô. Nếu phát hiện sâu bệnh vượt ngưỡng, toàn bộ lô hàng có thể bị tái xuất hoặc tiêu hủy.
Rủi ro vận hành và logistics	- Chuỗi giá trị tích hợp từ cây giống, vùng trồng, nhà máy đến phân phối đòi hỏi phối hợp chặt chẽ; gián đoạn tại một mắt xích có thể ảnh hưởng toàn chuỗi. - Do áp dụng giá FOB, biến động cước vận chuyển chủ yếu ảnh hưởng đến chi phí của khách hàng, nhưng nếu kéo dài vẫn có thể dẫn đến đàm phán lại giá bán.
Rủi ro tập trung đại lý	NAF chủ yếu bán hàng vào EU và Mỹ qua các đại lý nhập khẩu rồi phân phối đến nhà bán lẻ. Mô hình này khiến công ty cách xa nhu cầu cuối cùng và đối mặt với rủi ro tập trung đại lý, công nợ phải thu và điều chỉnh giá bán.



Báo cáo tình hình tài chính

Báo cáo tình hình tài chính						
Tỷ đồng	2023A	2024A	2025A	2026E	2027F	2028F
Doanh thu thuần	1.733	1.437	2.064	3.150	3.862	4.312
Mảng xuất khẩu công nghiệp	1.513	1.179	1.571	2.180	2.717	2.977
Mảng tiêu dùng nội địa	5	7	12	31	40	51
Mảng sây xuất khẩu	12	54	314	724	855	980
Mảng cây giống	131	24	81	175	210	264
Khác	72	172	86	40	40	40
Giá vốn hàng bán	1.264	1.031	1.595	2.404	2.921	3.284
Lợi nhuận gộp	470	406	469	747	941	1.028
Chi phí quản lý doanh nghiệp	170	122	129	198	231	245
Chi phí bán hàng	135	123	116	180	221	247
EBIT hoạt động kinh doanh	164	161	224	368	490	537
Doanh thu tài chính	35	36	36	44	51	56
Chi phí tài chính	(76)	(68)	(86)	(121)	(155)	(167)
Thu nhập khác (thuần)	9	11	(1)	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	132	140	173	292	387	426
Chi phí thuế	(22)	(24)	(28)	(43)	(53)	(56)
Lợi nhuận sau thuế	110	116	146	249	333	369

Nguồn: NAF, VNDIRECT Research

Bảng cân đối kế toán

Bảng cân đối kế toán						
Tỷ đồng	2023A	2024A	2025A	2026E	2027F	2028F
Tài sản ngắn hạn						
Tiền và các khoản tương đương tiền	62	54	55	34	52	90
Đầu tư tài chính ngắn hạn	120	96	122	133	179	201
Phải thu ngắn hạn của khách hàng	348	335	398	492	578	630
Trả trước ngắn hạn cho người bán	96	80	132	136	159	174
Phải thu về cho vay ngắn hạn	43	73	59	59	59	59
Phải thu ngắn hạn khác	109	153	80	135	160	176
Dự phòng phải thu ngắn hạn khó đòi	(98)	(69)	(54)	(54)	(54)	(54)
Hàng tồn kho	267	211	220	422	594	672
Chi phí trả trước ngắn hạn	13	8	8	18	22	25
Thuế giá trị gia tăng được khấu trừ	51	50	97	116	143	159
Thuế và các khoản phải thu Nhà nước	5	0	0	0	0	0
Tài sản ngắn hạn	1.017	991	1.117	1.492	1.893	2.133
Tài sản dài hạn						
Phải thu về cho vay dài hạn	-	-	12	12	12	12
Phải thu dài hạn khác	106	134	138	138	138	138
Tài sản cố định hữu hình	525	505	588	1.261	1.997	2.645
Tài sản cố định thuê tài chính	46	61	85	117	153	185
Tài sản cố định vô hình	93	89	6	47	91	130
Chi phí xây dựng cơ bản dở dang dài hạn	12	6	64	-	-	-
Đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn	2	2	2	2	2	2
Chi phí trả trước dài hạn	46	65	157	157	157	157
Lợi thế thương mại	196	176	155	134	114	93
Tài sản dài hạn	1.027	1.038	1.206	1.868	2.663	3.362
Tổng cộng tài sản	2.043	2.029	2.323	3.360	4.556	5.495

Nguồn: NAF, VNDIRECT Research

Bảng cân đối kế toán (tiếp)						
Tỷ đồng	2023A	2024A	2025A	2026E	2027F	2028F
Nợ ngắn hạn						
Phải trả người bán ngắn hạn	80	56	121	133	161	181
Người mua trả tiền trước ngắn hạn	23	10	10	19	23	26
Thuế và các khoản phải nộp Nhà nước	32	34	40	65	79	89
Phải trả người lao động	15	1	2	2	3	3
Chi phí phải trả ngắn hạn	50	41	49	85	104	116
Phải trả ngắn hạn khác	7	13	8	13	16	17
Vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn	747	692	771	665	895	1.005
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	10	9	0	0	0	0
Tổng nợ ngắn hạn	965	856	1.001	981	1.281	1.437
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	62	156	503	741	1.337	1.794
Thuế thu nhập hoãn lại phải trả	28	32	35	35	35	35
Tổng nợ dài hạn	91	187	538	776	1.372	1.829
Tổng nợ phải trả	1.055	1.044	1.539	1.758	2.653	3.266
Vốn chủ sở hữu						
Vốn góp của chủ sở hữu	629	653	683	884	1.061	1.273
- Cổ phiếu phổ thông có quyền biểu quyết	506	556	612	884	1.061	1.273
- Cổ phiếu ưu đãi	124	97	71	-	-	-
Thặng dư vốn cổ phần	67	21	-	450	450	450
Vốn khác của chủ sở hữu	-	-	(228)	-	-	-
Quỹ đầu tư phát triển	59	32	12	12	12	12
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối / (Lỗ lũy kế)	231	278	315	254	378	492
- Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối lũy kế đến cuối kỳ trước	122	161	170	6	45	123
- Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối kỳ này	110	116	145	249	333	369
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1	1	1	1	1	1
Vốn chủ sở hữu	988	985	784	1.602	1.903	2.229
Tổng nguồn vốn	2.043	2.029	2.323	3.360	4.556	5.495

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ						
Tỷ đồng	2023A	2024A	2025A	2026E	2027F	2028F
Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh						
Lợi nhuận / (lỗ) trước thuế	132	140	173	292	387	426
Điều chỉnh cho các khoản:	-	-	-	-	-	-
Khấu hao tài sản cố định	61	75	81	111	187	283
Lợi thế thương mại	-	21	21	21	21	21
Tăng / (giảm) các khoản dự phòng	66	(26)	(15)	-	-	-
Lãi / (lỗ) chênh lệch tỷ giá hối đoái chưa thực hiện	7	(0)	0	-	-	-
(Lãi) / Lỗ từ hoạt động đầu tư và thanh lý tài sản cố định	(12)	(16)	(10)	-	-	-
Chi phí lãi vay	46	52	72	116	150	162
Lợi nhuận / (lỗ) từ HĐKD trước thay đổi vốn lưu động	301	245	322	540	744	892
(Tăng) / Giảm các khoản phải thu	126	(19)	(62)	(153)	(135)	(82)
(Tăng) / Giảm hàng tồn kho	(49)	61	(9)	(202)	(172)	(78)
Tăng / (Giảm) các khoản phải trả	(182)	(69)	(24)	21	32	23
(Tăng) / Giảm chi phí trả trước	(13)	(14)	(30)	(10)	(4)	(3)
Tiền lãi vay đã trả	(45)	(50)	(63)	(116)	(150)	(162)
Thuế thu nhập doanh nghiệp đã nộp	(11)	(12)	(14)	(43)	(53)	(56)
Tiền chi khác từ hoạt động kinh doanh	(2)	(34)	(30)	15	(21)	(36)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	125	108	90	52	241	497
Lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư						
Tiền chi mua sắm, xây dựng TSCĐ và các tài sản dài hạn khác	(152)	(95)	(206)	(794)	(1.003)	(1.003)
Tiền thu từ thanh lý, nhượng bán TSCĐ và các tài sản dài hạn khác	6	23	22	-	-	-
Tiền chi cho vay và mua công cụ nợ của đơn vị khác	(156)	(189)	(168)	(11)	(46)	(22)
Tiền thu hồi cho vay và bán lại công cụ nợ của đơn vị khác	61	183	144	-	-	-
Tiền chi đầu tư vào đơn vị khác	(28)	-	0	-	-	-
Tiền thu lãi cho vay, cổ tức và lợi nhuận được chia	10	10	10	-	-	-
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(259)	(69)	(198)	(805)	(1.049)	(1.025)
Lưu chuyển tiền từ hoạt động tài chính						
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu	-	-	-	600	-	-
Tiền chi trả cho việc mua lại cổ phiếu	-	(73)	(304)	-	-	-
Tiền thu từ đi vay ngắn hạn và dài hạn	1.823	2.444	3.166	133	826	567
Tiền chi trả nợ gốc vay	(1.661)	(2.389)	(2.703)	-	-	-
Tiền chi trả nợ gốc thuê tài chính	(6)	(16)	(37)	-	-	-
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho chủ sở hữu	(13)	(13)	(13)	-	-	-
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	143	(48)	109	733	826	567
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	8	(8)	1	(21)	18	39
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	54	62	54	55	34	52
Ảnh hưởng của chênh lệch tỷ giá hối đoái quy đổi ngoại tệ	-	-	(0)	-	-	-
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	62	54	55	34	52	90

Nguồn: NAF, VNDIRECT Research



Hoàng Việt Phương

Giám đốc Khối Phân tích và Tư vấn Đầu tư

phuong.hoangviet@vndirect.com.vn

Phạm Thị Bích Ngọc

Trưởng phòng Phân tích - Tiêu dùng và Hàng không

ngoc.phambich@vndirect.com.vn

Nhân sự hỗ trợ:

Hoàng Diệu Linh

Nguyễn Quốc Anh

Nguyễn Hà Phương

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được biên soạn và phát hành bởi Bộ phận Nghiên cứu, Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Các thông tin trong báo cáo này được tổng hợp từ các dữ liệu được cho là chính xác và đáng tin cậy tại thời điểm phát hành báo cáo. Trừ khi có quy định khác, báo cáo này được xây dựng dựa trên các nguồn mà VNDIRECT đánh giá là đáng tin cậy. Các nguồn này có thể bao gồm nhưng không giới hạn ở dữ liệu từ sổ giao dịch chứng khoán hoặc thị trường nơi chứng khoán được đề cập được niêm yết, hoặc, khi phù hợp, bất kỳ thị trường nào khác. Thông tin về (các) công ty dựa trên các báo cáo công bố, thông tin công bố và thông báo của (các) công ty, cũng như thông tin thu được từ hoạt động nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về tính chính xác, tính đầy đủ hoặc tính trọn vẹn của các thông tin đó.

Tất cả các ước tính, dự phóng, dự báo và ý kiến thể hiện trong báo cáo này phản ánh quan điểm và ý kiến cá nhân của (các) chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo này. Những quan điểm này có thể không phản ánh quan điểm và lập trường của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

(Các) chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo này xác nhận rằng các quan điểm được thể hiện trong báo cáo phản ánh trung thực ý kiến cá nhân của họ về (các) công ty và (các) chứng khoán được đề cập, và không có bất kỳ phần nào trong thù lao của họ có liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến nghị hoặc quan điểm cụ thể được nêu trong báo cáo này.

VNDIRECT và/hoặc các công ty con, công ty liên kết của VNDIRECT hiện đang, đã từng, hoặc có thể trong tương lai tìm kiếm để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư (bao gồm nhưng không giới hạn ở dịch vụ bảo lãnh phát hành, tư vấn phát hành, tư vấn huy động vốn hoặc các dịch vụ tư vấn tài chính doanh nghiệp khác) cho (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT, các cán bộ quản lý, thành viên Hội đồng quản trị, nhân viên và/hoặc các công ty con, công ty liên kết của VNDIRECT cũng có thể đang nắm giữ, giao dịch hoặc có lợi ích tài chính liên quan đến chứng khoán của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

Báo cáo này được lập chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo. Các thông tin, số liệu, ước tính, phân tích và ý kiến trong báo cáo không được xem là một khuyến nghị đầu tư, không cấu thành hoạt động tư vấn đầu tư, và không phải là một đề nghị bán hoặc lời mời chào mua bất kỳ chứng khoán, khoản đầu tư liên quan hoặc công cụ tài chính nào được đề cập trong báo cáo. Người đọc cần tự mình đánh giá và cân nhắc mức độ phù hợp của các thông tin, nhận định trong báo cáo với nhu cầu, mục tiêu và tình hình tài chính cá nhân của mình; đồng thời được khuyến nghị tham vấn ý kiến của các chuyên gia, cố vấn tài chính, pháp lý, thuế chuyên nghiệp và chủ động thu thập, xác minh đầy đủ các thông tin liên quan trước khi đưa ra bất kỳ quyết định đầu tư nào. VNDIRECT không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất hoặc hậu quả nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào nội dung của báo cáo này dưới bất kỳ hình thức nào.

Báo cáo này và toàn bộ nội dung thuộc sở hữu của VNDIRECT. Không một phần nào của báo cáo này được sao chép, tái sản xuất dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hay một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự chấp thuận bằng văn bản trước của VNDIRECT.

VNDIRECT RESEARCH

VNDIRECT Securities Corporation

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

 Tel: +84 2439724568

 Email: research@vndirect.com.vn

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

