

CÔNG TY CỔ PHẦN HOÀNG ANH GIA LAI - HAGL

HOSE: HAG

Luận điểm đầu tư của Hoàng Anh Gia Lai không còn nằm ở việc doanh nghiệp có vượt qua được khủng hoảng tài chính hay không, mà từ việc thị trường đang định giá sai mức độ rủi ro tài chính khi doanh nghiệp đã chuyển sang giai đoạn tạo dòng tiền thực và sẵn sàng bắt phá từ 2026 trở đi.

HAGL: XA HƠN CÂU CHUYỆN TÁI CẤU TRÚC TÀI CHÍNH

Từ xử lý bảng cân đối sang câu chuyện dòng tiền nông nghiệp bền vững. Luận điểm đầu tư đối với HAG không còn nằm ở việc doanh nghiệp có vượt qua được khủng hoảng tài chính hay không, mà ở chỗ thị trường vẫn đang định giá HAG như một doanh nghiệp bị chiết khấu mạnh vì rủi ro tài chính (distressed asset), trong khi hồ sơ rủi ro thực tế đã thay đổi đáng kể. Theo thuyết minh BCTC kiểm toán 2025, khoản HAGLBOND16.26 đã được thanh toán toàn bộ nợ gốc và lãi phải trả vào ngày 26/03/2026; sau đó 30/03/2026 HAGL được giảm trừ 1.534 tỷ đồng lãi trái phiếu còn lại. Theo đó, Công ty không còn nghĩa vụ thanh toán liên quan đến khoản trái phiếu này tại thời điểm chúng tôi viết báo cáo này. Đây là bước ngoặt lớn nhất giúp loại bỏ gánh nặng nghĩa vụ nợ từng đè nặng lên định giá cổ phiếu trong nhiều năm qua.

Cập nhật KQKD – Nông nghiệp không còn là câu chuyện niềm tin. Kết quả kinh doanh thực tế cho thấy sự bắt phá mạnh mẽ với doanh thu thuần đạt 7,432 tỷ VND, tăng trưởng +28.5% YoY, vượt kế hoạch kinh doanh. Động lực chính thúc đẩy sự tăng trưởng này đến từ hoạt động kinh doanh cốt lõi (trái cây: chuối và sầu riêng), bên cạnh lãi từ hoạt động tài chính – chủ yếu do lãi trái phiếu được miễn giảm từ tái cấu trúc trái phiếu BIDV (lô B), giúp lợi nhuận sau thuế công ty mẹ (NPAT-MI) bùng nổ lên mức 2,123 tỷ VND, tương ứng với tỷ lệ tăng trưởng +110% YoY (gấp hơn 2 lần cùng kỳ).

Luận điểm đầu tư

- Gánh nặng nghĩa vụ nợ lớn nhất đã được xử lý xong.** Theo thuyết minh BCTC, HAG đã thanh toán toàn bộ nợ gốc và lãi trái phiếu phải trả của HAGLBOND16.26, đồng thời được giảm trừ 1.534 tỷ đồng lãi còn lại. Đây là yếu tố then chốt khiến thị trường có cơ sở giảm dần mức chiết khấu do rủi ro tài chính đặc biệt (distress discount) đối với HAG.
- Hoạt động cốt lõi đã bước vào giai đoạn tạo dòng tiền.** Chuối hiện là nguồn tạo dòng tiền chủ lực; sầu riêng là động lực tăng trưởng giúp cổ phiếu được định giá lại theo hướng tích cực hơn trong ngắn hạn; dâu tằm và cà phê là phần giá trị trong trung hạn.
- Thị trường vẫn đang nhìn HAG bằng lăng kính cũ.** Sau khi gánh nặng nghĩa vụ nợ lớn nhất được gỡ bỏ, rủi ro chính của HAG không còn nằm chủ yếu ở cấu trúc vốn mà đã dịch chuyển sang rủi ro thực thi (execution risk), chất lượng bảng cân đối và khả năng chuyển hóa thành tiền (cash conversion). Khoảng lệch giữa hồ sơ rủi ro mới và cách thị trường đang định giá là nền tảng tạo ra dư địa tăng giá của cổ phiếu trong trung hạn.

Rủi ro đầu tư

- Rủi ro ngành nông nghiệp:** Đặc thù ngành nông nghiệp phụ thuộc nhiều vào điều kiện ngoại cảnh. HAG có thể chịu ảnh hưởng bất lợi từ thiên tai, dịch bệnh cây trồng/vật nuôi hoặc biến động giá nông sản trên thị trường quốc tế.
- Rủi ro nhu cầu vốn:** HAG vẫn đang trong giai đoạn cần vốn lớn để chuyển nền tảng tài sản sinh học thành dòng tiền tự do.

Khuyến nghị đầu tư

Luận điểm đầu tư đối với HAGL không còn nằm ở việc doanh nghiệp có vượt qua được khủng hoảng tài chính hay không, mà ở chỗ **thị trường vẫn đang định giá HAG như một "distressed asset" trong khi rủi ro cốt lõi đã dịch chuyển.** Khi áp lực nợ ngắn hạn được tháo gỡ và dòng tiền trả nợ đã được chứng minh, việc tiếp tục áp mức chiết khấu sâu cho rủi ro tài chính trở nên thiếu cơ sở.

Trong kịch bản đầu tư cơ sở, chỉ cần thị trường **chấp nhận định giá HAG như một doanh nghiệp nông nghiệp đang vận hành**, với P/E tiệm cận trung bình ngành (thay vì multiple của một case tái cấu trúc), **mức định giá hợp lý đã cao hơn đáng kể so với giá thị trường hiện tại.** Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra, do đó, không đòi hỏi giả định tăng trưởng đột biến hay chu kỳ hàng hóa thuận lợi bất thường, mà đơn thuần đến từ sự điều chỉnh trong cách thị trường định giá rủi ro.

Theo quan điểm của chúng tôi, **độ lệch giữa định giá hiện tại và giá trị hợp lý đủ lớn để justify (biện minh) cho khuyến nghị tích cực**, với upside hấp dẫn so với downside ngày càng thu hẹp khi rủi ro tài chính không còn là biến số chi phối câu chuyện đầu tư.

KHUYẾN NGHỊ

MUA

GIÁ MỤC TIÊU

25,500 VND/ CP

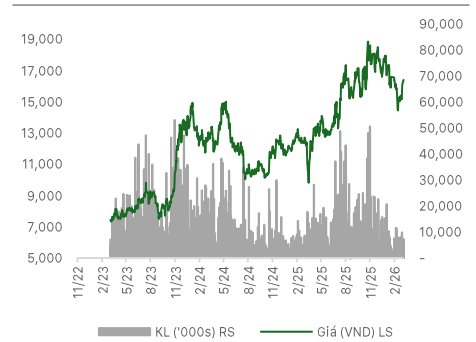
TIỀM NĂNG TĂNG GIÁ

55.5%

THÔNG TIN GIAO DỊCH

Ngành	Nông nghiệp
Mã giao dịch	HOSE: HAG
Giá cp hiện tại	16,400
KLGD TB 52 tuần (CP)	13,444,064
Số lượng CP lưu hành (CP)	1,267,399,283
Biên độ 52 tuần	9,810 đ – 18,850 đ
Vốn hóa doanh nghiệp	20,785 tỷ VND
Beta	0.68

DIỄN BIẾN GIÁ CP



Đvt: tỷ VND	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	7,432	8,896	12,804
Lợi nhuận gộp	2,705	3,686	6,484
EBITDA	3,496	5,486	6,635
LNST	2,240	4,390	5,525
EPS (VND/CP)	1,910	3,235	4,071
PE	9.2x	5.1x	4.0x
ROE(%)	19.1%	26.8%	25.9%
ROA(%)	8.5%	14.9%	15.9%
Nợ/VCSH(%)	55.7%	27.0%	20.9%

TỔNG QUAN CÔNG TY

Công ty CP Hoàng Anh Gia Lai (HAG) là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực nông nghiệp tại Việt Nam và khu vực, chuyển đổi thành công từ một tập đoàn đa ngành sang tập trung vào nông nghiệp công nghệ cao. Hiện HAGL hoạt động chính tại Tây Nguyên (Việt Nam), Campuchia và Lào với mô hình nông nghiệp tuần hoàn khép kín, sản phẩm chủ lực gồm chuối, sầu riêng và chăn nuôi heo thịt.

MỤC LỤC

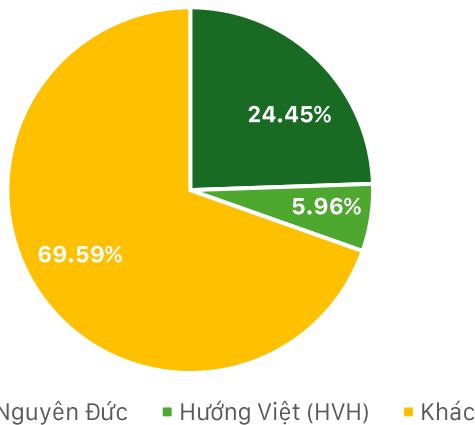
Tóm tắt đầu tư & Khuyến nghị	1
Luận điểm đầu tư: Từ “tài sản tái cấu trúc” sang “doanh nghiệp tạo dòng tiền”	
Giá mục tiêu & mức sinh lời kỳ vọng	
Các catalyst chính	
Rủi ro trọng yếu	
Từ Giai đoạn Khủng hoảng đến Bình thường hóa	5
2016–2022: Vì sao Hoàng Anh Gia Lai từng bị định giá như tài sản tái cấu trúc	
Đòn bẩy cao và áp lực thanh khoản	
Phụ thuộc vào cơ cấu/gia hạn nợ	
Rủi ro sinh tồn chi phối định giá	
2023–nay: Hồ sơ rủi ro đã thay đổi	
Thoái tài sản và hiện thực hóa tiền mặt	
Trả nợ bằng dòng tiền thực	
Thay đổi cấu trúc vốn, chuyển đổi chủ nợ và ý nghĩa đối với thanh khoản	
Cập nhật sau BCTC kiểm toán 2025: Vì sao HAGL không còn là “distressed asset”?	6
Bảng cân đối: Nền tảng bảo vệ downside đã được cải thiện	
Diễn biến nợ rỗng	
Giảm áp lực đảo nợ	
Dòng tiền: Từ kỹ thuật tài chính sang tiền thật	
Nguồn tiền dùng để trả nợ	
Khả năng tạo dòng tiền từ hoạt động	
Chất lượng lợi nhuận: “Bền vững” là đủ để tái định giá	
EBITDA và biên lợi nhuận	
Giả định tăng trưởng thận trọng	
Hoạt động cốt lõi: Công cụ tạo tiền (cash engine), câu chuyện tăng trưởng hấp dẫn	7
Mô hình kinh doanh tập trung và ít phân tán hơn	
Biên lợi nhuận đủ để tạo dòng tiền	
Vai trò của hoạt động kinh doanh trong cấu trúc tài chính mới	
Khuyến nghị & Định giá	14

THÔNG TIN DOANH NGHIỆP

CTCP Hoàng Anh Gia Lai là doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực nông nghiệp, với trọng tâm hiện nay là trồng và kinh doanh trái cây, chăn nuôi heo, trồng dâu nuôi tằm, cà phê và một số hoạt động thương mại liên quan. Sau nhiều năm tái cấu trúc, HAG đã thu hẹp đáng kể phạm vi hoạt động so với mô hình tập đoàn đa ngành trong quá khứ và hiện tập trung vào các mảng có khả năng tạo doanh thu, lợi nhuận và dòng tiền rõ ràng hơn. Theo BCTC kiểm toán, tại ngày 31/12/2025 Công ty có sáu công ty con trực tiếp, mười ba công ty con gián tiếp, một công ty liên kết và bốn chi nhánh.

Sau giai đoạn tái cấu trúc quyết liệt, HAG hiện nay đã rũ bỏ hình ảnh một tập đoàn đa ngành để tập trung toàn lực vào lĩnh vực nông nghiệp công nghệ cao, quy mô lớn. Với sự đồng hành của các đối tác chiến lược như Ngân hàng OCB, CTCK OCBS và các quỹ đầu tư, **công ty đã cải thiện đáng kể nền tảng tài chính giai đoạn 2023-2025**. Bên cạnh kinh doanh, thương hiệu HAGL vẫn gắn liền với giá trị di sản từ Học viện bóng đá và CLB Bóng đá Hoàng Anh Gia Lai, duy trì sức ảnh hưởng lớn về mặt truyền thông và cộng đồng.

BIỂU ĐỒ 1: CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



BẢNG 1: CÔNG TY CON & CÁC CÔNG TY LIÊN KẾT

STT	CÔNG TY	NGÀNH NGHỀ KINH DOANH	TỶ LỆ SỞ HỮU/ BIỂU QUYẾT
1	CTCP Đầu tư Quốc tế Hoàng Anh Gia Lai	Nông nghiệp	93.13%
2	CT TNHH Phát triển Nông nghiệp Đại Thắng	Nông nghiệp (chuối) – Champasak, Lào	93.13%
3	CT TNHH Phát triển Nông nghiệp Khăn Xay	Nông nghiệp (chuối) – Attapeu, Lào	93.13%
4	CTCP Chăn nuôi Gia Lai	Chăn nuôi heo – Gia Lai	97.96%
5	CTCP Gia súc Lơ Pang	Chăn nuôi – Gia Lai	86.50%
6	CT TNHH Nông nghiệp Công nghệ cao Bolaven	Nông nghiệp công nghệ cao – Champasak, Lào	93.13%
7	CTCP Lê Me	Đầu tư tài chính – Gia Lai	99.64%
8	CT TNHH Sản xuất Bột Mì	Chuối – Stung Treng, Campuchia	99.64%
9	CTCP Chế biến Thức ăn Gia súc Trà Bá	Thức ăn chăn nuôi – Gia Lai	98.64%
10	CT TNHH MTV PT Nông nghiệp Hoàn Thịnh Attapeu	Nông nghiệp – Attapeu, Lào	98.64%
11	CTCP Nông nghiệp Mang Yang	Nông nghiệp	95.58%
12	CT TNHH Phát triển Nông nghiệp Souk Hong Heang	Nông nghiệp - Lào	93.13%
13	CTCP Thủy sản Cá tằm Bolaven	Thủy sản	85.48%
14	CT TNHH MTV Cá tằm Bolaven Paksong	Thủy sản - Lào	85.48%
15	CTCP Nông nghiệp Phú Quý Gia Lai	Nông nghiệp	92.20%
16	CT TNHH MTV Phát triển Nông và Lâm nghiệp Saysetha	Nông & Lâm nghiệp – Attapeu, Lào	84.11%
17	CT TNHH MTV Phát triển Nông và Lâm nghiệp SanamXay	Nông & Lâm nghiệp – Attapeu, Lào	84.11%
18	CTCP Thể thao LPBank Hoàng Anh Gia Lai	Thể thao	98.43%
19	CT TNHH Hoàng Anh Gia Lai Vientiane	Viêng Chăn, Lào	100.00%

SẢN PHẨM, DỊCH VỤ VÀ NĂNG LỰC SẢN XUẤT KINH DOANH

Sau tái cấu trúc, HAG tập trung vào mô hình nông nghiệp quy mô lớn với danh mục trọng tâm gồm chuối, sầu riêng, trồng dâu nuôi tằm, cà phê và chăn nuôi heo. Theo báo cáo hiện tại, tổng diện tích canh tác của HAG vào khoảng 13.623 ha, trải dài tại Việt Nam, Lào và Campuchia; trong đó chuối chiếm khoảng 6.324 ha, sầu riêng khoảng 2.313 ha, cà phê khoảng 3.051 ha và dâu tằm khoảng 969 ha. Quy mô này cho thấy HAG không còn là một câu chuyện tái cấu trúc tài chính đơn thuần, mà đã sở hữu một nền tảng tài sản sinh học đủ lớn để trở thành cơ sở cho tăng trưởng doanh thu và dòng tiền trong trung hạn.

Danh mục sản phẩm và quy mô sản xuất của HAG được phân bố cụ thể như sau:

Cây chuối: Là sản phẩm chủ đạo với diện tích lớn nhất **6.324 ha**, cung cấp nguồn nguyên liệu xuất khẩu và thức ăn cho chăn nuôi.

Chăn nuôi Heo: Phát triển dòng "Heo ăn chuối" với công suất tối đa lên đến **500.000 con**.

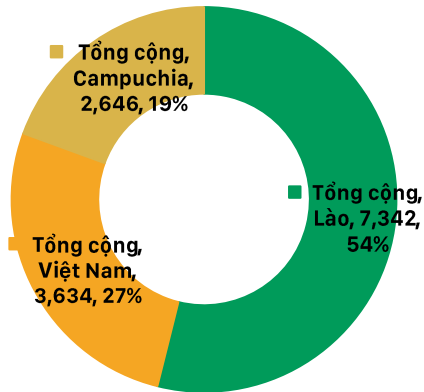
Cây sầu riêng: Đang trở thành động lực tăng trưởng mới với diện tích **2.313 ha**, hứa hẹn mang lại lợi nhuận cao trong các kỳ thu hoạch tới.

Các mảng khác: Bao gồm **3.051 ha cà phê**, **969 ha dâu tằm** (đi kèm 01 nhà máy sợi tơ tằm) và khoảng **966 ha** các loại cây trồng khác.

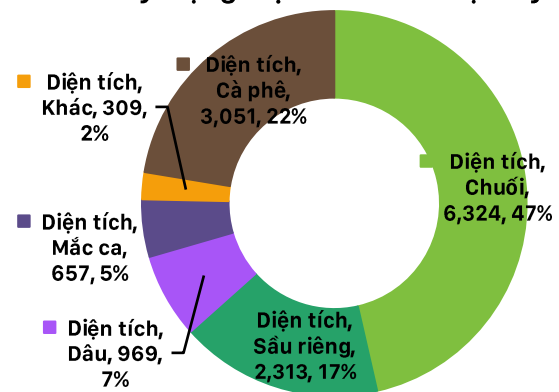
Năng lực sản xuất của HAG được bảo chứng bởi các đơn vị thành viên chuyên trách tại từng khu vực. Tại Gia Lai (Việt Nam), các công ty như Công ty cổ phần Chăn nuôi Gia Lai và Công ty cổ phần Gia súc Lơ Pang đóng vai trò hạt nhân. Tại Lào, Công ty TNHH MTV Phát triển Nông nghiệp Khăn Xay và Công ty TNHH MTV Phát triển Nông nghiệp Đại Thắng (tỉnh Attapeu và Paksong) chiếm tỷ trọng lớn về diện tích cây ăn trái. Trong khi đó, tại Campuchia, Công ty TNHH Bột Mỹ tại Stung Treng tập trung mạnh vào chuối với 1.847 ha. Sự phân bổ chiến lược này giúp HAG tận dụng tối đa quỹ đất sạch và lợi thế khí hậu của vùng tam giác phát triển Đông Dương để hướng tới mục tiêu trở thành tập đoàn nông nghiệp hàng đầu Đông Nam Á.

BIỂU ĐỒ 2: DIỆN TÍCH VÙNG TRỒNG CỦA HAG – THEO QUỐC GIA & THEO LOẠI CÂY (Q1/2026)

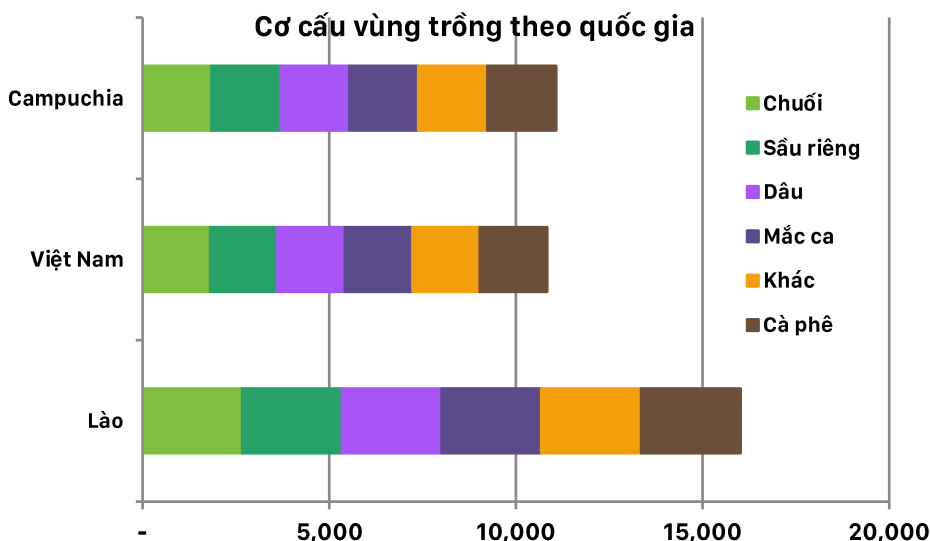
Tỷ trọng diện tích theo quốc gia



Tỷ trọng diện tích theo loại cây



BIỂU ĐỒ 3: CƠ CẤU VÙNG TRỒNG CỦA HAG – THEO QUỐC GIA & THEO LOẠI CÂY (Q1/2026)



TỪ GIAI ĐOẠN KHỦNG HOẢNG ĐẾN BÌNH THƯỜNG HÓA

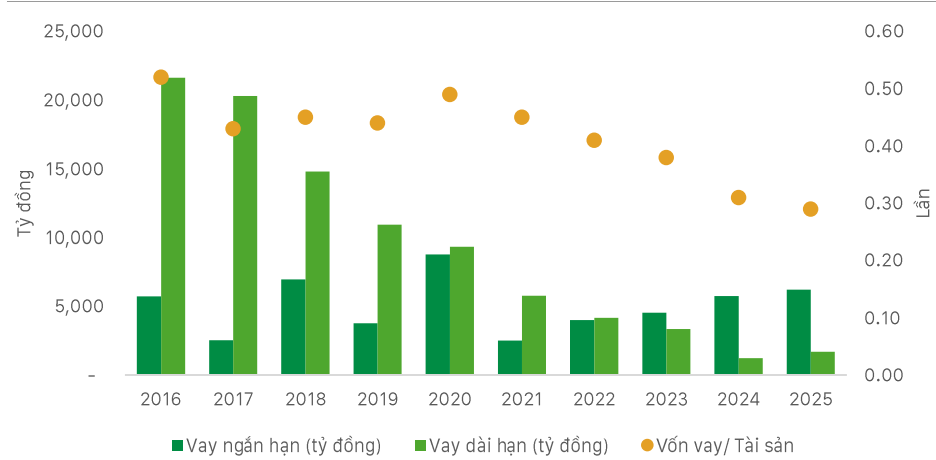
2016–2022: Vì sao HAG từng bị định giá như một tài sản tái cấu trúc

Trong giai đoạn 2016–2022, HAG bị thị trường xếp vào nhóm doanh nghiệp tái cấu trúc tài chính do ba yếu tố chính. Thứ nhất, đòn bẩy tài chính ở mức cao, trong khi dòng tiền từ hoạt động kinh doanh không đủ để tự trang trải nghĩa vụ nợ, khiến doanh nghiệp phụ thuộc lớn vào việc gia hạn và cơ cấu lại các khoản vay. Thứ hai, rủi ro thanh khoản mang tính hệ thống, với áp lực trả nợ ngắn hạn liên tục tái diễn, làm gia tăng xác suất xảy ra các kịch bản bất lợi đối với cổ đông. Thứ ba, trong bối cảnh đó, giá trị doanh nghiệp bị chi phối gần như hoàn toàn bởi bảng cân đối kế toán, thay vì hiệu quả hoạt động kinh doanh cốt lõi.

Hệ quả là thị trường định giá HAG chủ yếu dựa trên rủi ro sinh tồn (survival risk), áp dụng mức chiết khấu sâu tương đương một “distressed asset”. Trong giai đoạn này, ngay cả khi hoạt động kinh doanh có cải thiện cục bộ, điều đó cũng không đủ để thay đổi cách thị trường nhìn nhận doanh nghiệp, bởi rủi ro tài chính vẫn là biến số chi phối toàn bộ câu chuyện đầu tư.

Việc HAG bị định giá thấp trong quá khứ là hợp lý, phản ánh đúng hồ sơ rủi ro tại thời điểm đó.

BIỂU ĐỒ 4: CẤU TRÚC VỐN CỦA HAGL (2016–2025)



2023–nay: Hồ sơ rủi ro đã thay đổi một cách căn bản

Bước sang giai đoạn từ 2023 đến nay, các yếu tố từng khiến HAG bị xem là một tài sản tái cấu trúc đã dịch chuyển về bản chất. Thay đổi quan trọng nhất là việc doanh nghiệp hiện thực hóa giá trị tài sản để tạo ra dòng tiền mặt, qua đó chủ động xử lý nghĩa vụ nợ. Doanh nghiệp không chỉ giảm phụ thuộc vào câu chuyện cơ cấu nợ, mà còn từng bước xử lý nợ bằng những biện pháp cụ thể hơn: tiền trả nợ gốc vay trong năm 2025 lên tới 9.153,5 tỷ đồng. Khác với các giai đoạn trước, việc thanh toán gốc và lãi không còn dựa trên đàm phán kéo dài hay gia hạn kỹ thuật, mà dựa trên tiền mặt đã thu được và sẵn sàng sử dụng.

Song song đó, cấu trúc vốn cũng có sự chuyển dịch, làm giảm đáng kể áp lực thanh khoản ngắn hạn và rủi ro đảo nợ. Bên cạnh việc hoàn nhập chi phí tài chính do thay đổi chủ nợ (trái phiếu BIDV) thì với việc chuyển đổi nợ thành vốn cổ phần (HAG thực hiện phát hành 210 triệu cổ phiếu để hoán đổi nghĩa vụ nợ, bao gồm khoảng 2.000 tỷ đồng vay dài hạn và 520 tỷ đồng một phần lãi phải trả) cho thấy HAG đã bắt đầu chuyển từ trạng thái “mua thời gian” sang “thu gọn bằng cân đối và tái thiết cấu trúc vốn”.

Bước ngoặt lớn nhất đến sau ngày 31/12/2025, khi HAGLBOND16.26 được xử lý xong theo thuyết minh BCTC kiểm toán. Đây là yếu tố xác nhận rằng quá trình giảm mức độ rủi ro của HAG đã vượt qua ngưỡng quan trọng nhất. Vì vậy, nếu trước đây câu chuyện đầu tư của HAG chủ yếu xoay quanh thanh khoản và nghĩa vụ nợ, thì hiện nay câu chuyện đó đã dịch chuyển sang chất lượng tăng trưởng, khả năng tạo dòng tiền và năng lực biến nền tảng tài sản nông nghiệp thành lợi nhuận lặp lại.

Sự chuyển dịch trong hồ sơ rủi ro nói trên có ý nghĩa quyết định đối với cách tiếp cận định giá HAGL. Khi rủi ro sinh tồn không còn là biến số chi phối, việc tiếp tục áp dụng các mức chiết khấu dành cho doanh nghiệp tái cấu trúc trở nên kém phù hợp. Thay vào đó, trọng tâm phân tích cần chuyển sang chất lượng bảng cân đối, khả năng tạo dòng tiền và mức lợi nhuận “đủ bền vững” của hoạt động kinh doanh cốt lõi.

Lý do cốt lõi khiến HAG từng bị định giá như một “distressed asset” đang dần mất hiệu lực, trong khi thị trường chưa kịp điều chỉnh cách nhìn nhận tương ứng.

CẬP NHẬT SAU BCTC KIỂM TOÁN 2025: HAGLBOND16.26 ĐÃ ĐƯỢC XỬ LÝ XONG

Điểm thay đổi quan trọng nhất đối với hồ sơ rủi ro của HAG sau ngày 31/12/2025 là việc xử lý dứt điểm nghĩa vụ liên quan đến lô trái phiếu HAGLBOND16.26. Theo thuyết minh BCTC kiểm toán, tại ngày 31/12/2025, HAG còn ghi nhận 1.099 tỷ đồng nợ gốc trái phiếu đến hạn trong vòng một năm và 480,372 tỷ đồng lãi trái phiếu phải trả phát sinh đến cuối năm. Đến ngày 26/03/2026, Công ty đã thanh toán toàn bộ nợ gốc 1.099 tỷ đồng và lãi trái phiếu phải trả; sau đó ngày 30/03/2026, Công ty được giảm trừ 1.534,505 tỷ đồng lãi trái phiếu còn lại. Theo đó, HAG không còn nghĩa vụ thanh toán liên quan đến khoản trái phiếu này tại thời điểm lập BCTC kiểm toán.

Về bản chất kinh tế, đây là sự kiện giúp loại bỏ phần gánh nặng nghĩa vụ nợ lớn nhất khỏi câu chuyện đầu tư của HAG. Trong giai đoạn trước, phần lớn mức chiết khấu mà thị trường áp lên cổ phiếu HAG đến từ câu hỏi liệu doanh nghiệp có tiếp tục chịu áp lực đáo hạn, lãi tích lũy và rủi ro thanh khoản kéo dài hay không. Sau khi HAGLBOND16.26 được xử lý xong, trọng tâm phân tích nên chuyển từ khả năng trả nợ sang năng lực tạo dòng tiền và chất lượng của tăng trưởng nông nghiệp.

Tuy nhiên, việc xử lý xong HAGLBOND16.26 không đồng nghĩa HAG đã bước vào trạng thái đã bình thường hóa hoàn toàn (fully normalized). Theo BCTC kiểm toán, tại ngày 31/12/2025, nợ ngắn hạn của Tập đoàn vẫn vượt tài sản ngắn hạn 1.827,8 tỷ đồng; đồng thời bảng cân đối vẫn chứa quy mô lớn các khoản phải thu cho vay, phải thu khác và các khoản hợp tác kinh doanh. Vì vậy, cách tiếp cận phù hợp hơn với HAG hiện nay là nhìn doanh nghiệp như một trường hợp phục hồi từng phần có chọn lọc: mức chiết khấu do rủi ro tài chính đặc biệt đã giảm mạnh, nhưng thị trường vẫn cần thêm bằng chứng về khả năng chuyển hóa thành tiền và chất lượng tăng trưởng để tiếp tục định giá lại theo hướng tích cực hơn.

VÌ SAO HAGL KHÔNG CÒN LÀ "DISTRESSED ASSET"?

Bảng cân đối kế toán: Nền tảng bảo vệ downside đã được cải thiện

Đặc điểm nổi bật của một distressed asset thường nằm ở áp lực thanh khoản ngắn hạn, khả năng đảo nợ hạn chế và rủi ro pha loãng đối với cổ đông. Trong trường hợp của HAG, các yếu tố này đã suy giảm đáng kể so với giai đoạn trước.

Thứ nhất, cơ cấu nợ đã bớt căng thẳng về kỳ hạn, khi áp lực đáo hạn ngắn hạn được giảm tải và không còn đặt doanh nghiệp vào trạng thái phải đưa ra các quyết định tài chính trong điều kiện bất lợi. Thứ hai, việc xử lý nợ bằng tiền mặt hiện thực hóa giúp giảm sự phụ thuộc vào đảo nợ, qua đó giảm rủi ro tài chính mang tính hệ thống. Thứ ba, bảng cân đối hiện tại cho thấy HAG có dư địa vận hành lớn hơn, thay vì bị chi phối bởi nghĩa vụ nợ trong ngắn hạn như trước đây.

Dòng tiền: Từ kỹ thuật tài chính sang tiền mặt thực

Yếu tố phân biệt rõ nhất giữa một doanh nghiệp tái cấu trúc và một doanh nghiệp đang bình thường hóa là nguồn tiền dùng để trả nợ. Trong các giai đoạn trước, HAG chủ yếu dựa vào cơ cấu, gia hạn hoặc các giải pháp kỹ thuật để xử lý nghĩa vụ tài chính. Giai đoạn hiện tại cho thấy một sự thay đổi rõ rệt: nghĩa vụ nợ được thanh toán bằng tiền mặt đã hiện thực hóa.

Điều này có hai ý nghĩa quan trọng. Thứ nhất, khả năng trả nợ không còn phụ thuộc vào thiện chí của chủ nợ, mà đến từ năng lực tài chính của chính doanh nghiệp. Thứ hai, việc dòng tiền thực được sử dụng để xử lý nợ cho thấy HAG đã vượt qua giai đoạn "mua thời gian", chuyển sang trạng thái chủ động quản trị tài chính. Dù dòng tiền này có thể mang tính one-off trong ngắn hạn, vai trò của nó là thiết lập lại trạng thái cân bằng cho bảng cân đối, tạo điều kiện để dòng tiền từ hoạt động kinh doanh đóng vai trò trung tâm trong các giai đoạn tiếp theo.

Chất lượng lợi nhuận: "Bền vững" là đủ để tái định giá

Một sai lầm phổ biến của thị trường là kỳ vọng HAG phải thể hiện mức tăng trưởng lợi nhuận vượt trội để biện minh cho việc định giá lại. Trên thực tế, một doanh nghiệp không cần lợi nhuận xuất sắc để thoát khỏi trạng thái distressed; điều cần thiết là khả năng tạo ra EBITDA ổn định và có thể dự báo.

Trong bối cảnh áp lực nợ giảm, lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh cốt lõi của HAG không còn bị "hút ngược" để xử lý các vấn đề tài chính tồn đọng. Chỉ cần duy trì biên lợi nhuận ở mức hợp lý và dòng tiền đủ để tự tài trợ hoạt động, doanh nghiệp đã đáp ứng điều kiện cần để được nhìn nhận như một trường hợp vận hành bình thường. Đó thậm chí là chưa tính đến câu chuyện tăng trưởng cao trong giai đoạn tới hoàn toàn chưa được thị trường nhìn nhận và định giá.

Kết luận: Sự dịch chuyển từ "sinh tồn" sang "vận hành" và "tăng trưởng"

Tổng hợp các yếu tố trên cho thấy HAG không còn hội tụ những đặc điểm cốt lõi của một distressed asset. Rủi ro sinh tồn – yếu tố từng chi phối toàn bộ cách thị trường định giá – đã được thay thế bằng các rủi ro vận hành thông thường. Sự thay đổi này không đồng nghĩa với việc doanh nghiệp đã bước vào giai đoạn tăng trưởng mạnh (dù có thể thấy rõ trong phần sau với đóng góp từ hoạt động kinh doanh cốt lõi (sầu riêng – dâu tằm từ 2026, cà phê từ 2028) có thể kỳ vọng sự tăng trưởng tích cực trong doanh thu – lợi nhuận – dòng tiền của HAG) nhưng đủ để biện minh cho việc điều chỉnh lại cách tiếp cận định giá, từ chiết khấu rủi ro cực đoan sang đánh giá dựa trên dòng tiền và hiệu quả vận hành.

HAGLBOND16.26 đã được xử lý xong theo thuyết minh BCTC; từ đây, luận điểm đầu tư nên được xây dựng trên năng lực tạo lợi nhuận và dòng tiền của hoạt động nông nghiệp thay vì gánh nặng nghĩa vụ nợ còn treo.

Bảng cân đối kế toán của HAG không còn phản ánh trạng thái "sát ngưỡng rủi ro", do đó không còn là cơ sở để áp dụng mức chiết khấu sâu dành cho doanh nghiệp khủng hoảng.

Khi khả năng trả nợ được chứng minh bằng tiền mặt thực, giả định về rủi ro thanh khoản cao – nền tảng của định giá distressed – không còn phù hợp.

HOẠT ĐỘNG CỐT LÕI: CÔNG CỤ TẠO TIỀN (CASH ENGINE), CÂU CHUYỆN TĂNG TRƯỞNG HẤP DẪN

Mô hình kinh doanh tập trung và ít phân tán hơn

So với giai đoạn trước đây khi danh mục đầu tư dàn trải qua nhiều lĩnh vực, HAG hiện đã thu hẹp trọng tâm vào mảng nông nghiệp cốt lõi. Việc tập trung nguồn lực vào số lượng sản phẩm chủ lực giúp doanh nghiệp:

- Đơn giản hóa cấu trúc vận hành
- Tối ưu chi phí cố định
- Nâng cao khả năng kiểm soát biên lợi nhuận

Quan trọng hơn, mô hình hiện tại dễ dự báo hơn, từ đó giúp nhà đầu tư đánh giá dòng tiền với mức độ tin cậy cao hơn so với giai đoạn đa ngành trước đây.

Biên lợi nhuận đủ để tạo dòng tiền

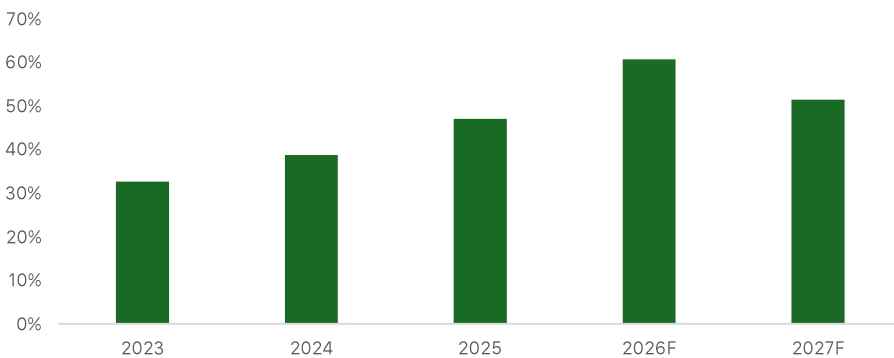
Đối với một doanh nghiệp đang ở giai đoạn bình thường hóa, mục tiêu không phải là tối đa hóa lợi nhuận ngắn hạn, mà là duy trì biên EBITDA đủ ổn định để tạo dòng tiền vận hành dương.

Trong điều kiện giá bán và sản lượng ở mức thận trọng, mảng nông nghiệp của HAG vẫn cho thấy:

- Biên EBITDA duy trì ở mức hai chữ số
- Cấu trúc chi phí tương đối linh hoạt
- Khả năng hấp thụ biến động giá hàng hóa ở mức chấp nhận được

Điểm quan trọng ở đây không nhất thiết là biên lợi nhuận cao nhất ngành, mà là khả năng duy trì lợi nhuận ở mức bền vững để không tái tạo áp lực tài chính, dù chúng tôi đánh giá biên lợi nhuận mảng trái cây ổn định ở mức ~50% là đáng mơ ước, kể cả so với các doanh nghiệp cùng ngành hay nhìn rộng ra toàn thị trường.

BIỂU ĐỒ 5: BIÊN EBITDA (2023A-2027F)



Vai trò của hoạt động kinh doanh trong cấu trúc tài chính mới

Với áp lực nợ đã giảm, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh không còn bị hút hoàn toàn để xử lý các nghĩa vụ tài chính quá khứ. Điều này tạo ra hai thay đổi quan trọng:

1. Dòng tiền có thể được tái đầu tư hợp lý thay vì chỉ dùng để "chữa cháy".
2. Bảng cân đối có cơ hội duy trì trạng thái cân bằng mà không cần các giải pháp tài chính mang tính tình thế.

Nói cách khác, hoạt động kinh doanh cốt lõi hiện đóng vai trò duy trì sự ổn định tài chính, thay vì chỉ tồn tại để phục vụ trả nợ.

Một điểm cần nhấn mạnh là: Luận điểm đầu tư hiện tại không yêu cầu kịch bản tăng trưởng mạnh về sản lượng hay giá bán, dù với cách trồng cuốn chiếu hiện tại năm 2026 sẽ có sự đột biến khi phần lớn vườn sầu riêng sẽ bước vào vụ thu hoạch và năm 2028 cà phê sẽ bắt đầu đóng góp vào doanh thu – lợi nhuận.

Trong kịch bản cơ sở, chỉ cần doanh nghiệp duy trì trạng thái bình thường, phần upside của cổ phiếu đến từ việc thị trường điều chỉnh lại cách định giá rủi ro, chứ không cần một chu kỳ hàng hóa thuận lợi bất thường.

Kết luận: Câu chuyện tăng trưởng hấp dẫn ngay trong tương lai gần

Hoạt động cốt lõi của HAG hiện như một cỗ máy tạo tiền đủ ổn định để bảo vệ cấu trúc tài chính mới hình thành, dù câu chuyện tăng trưởng hấp dẫn sẽ dần hiện thực hóa ngay trong năm nay 2026. Ở kịch bản bảo thủ, khi doanh nghiệp không còn bị chi phối bởi rủi ro thanh khoản, khả năng duy trì EBITDA và dòng tiền dương ở mức hợp lý là đủ để biện minh cho cách tiếp cận định giá bình thường hóa.

Một mô hình kinh doanh đơn giản và tập trung có giá trị hơn nhiều so với một câu chuyện tăng trưởng phức tạp nhưng khó kiểm soát.

Chỉ cần duy trì mức EBITDA ổn định, HAGL đã đáp ứng điều kiện cần để thoát khỏi định giá kiểu "distressed".

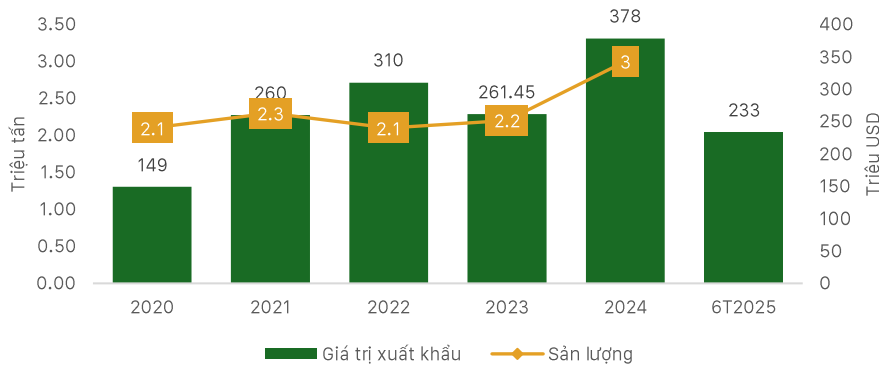
DIỄN BIẾN NGÀNH KINH DOANH CỦA HAG TẠI VIỆT NAM

NGÀNH CHUỐI:

Năm 2025, **diện tích trồng chuối cả nước ước đạt hơn 163,000 ha**, với sản lượng khoảng 2.75 triệu tấn. Chuối hiện là cây ăn trái chủ lực, đồng thời nằm trong nhóm trái cây xuất khẩu quan trọng nhất của Việt Nam. Thị trường xuất khẩu chính là Trung Quốc, Nhật Bản và Hàn Quốc.

Nửa đầu năm 2025, chuối đứng thứ 3 trong nhóm trái cây xuất khẩu của Việt Nam, sau sầu riêng và thanh long. Chuối Việt Nam đã vượt qua các đối thủ cạnh tranh để chiếm gần 50% thị phần tại thị trường này, nhờ lợi thế về chất lượng, chi phí logistics và khả năng kháng bệnh héo rũ Panama

BIỂU ĐỒ 6: SẢN LƯỢNG VÀ GIÁ TRỊ XUẤT KHẨU CHUỐI



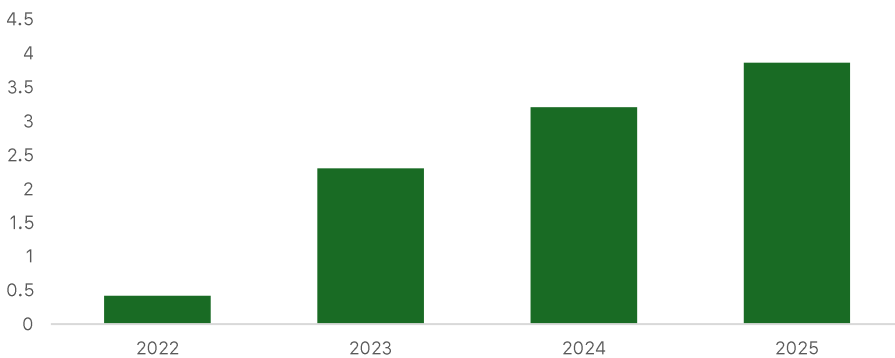
NGÀNH SẦU RIÊNG:

Kim ngạch xuất khẩu Sầu riêng Việt Nam năm 2025 đạt khoảng 3.86 tỷ USD, tăng hơn 20% YoY và chiếm 45% tổng giá trị xuất khẩu rau quả. Trong đó, thị trường Trung Quốc nhập khẩu Sầu riêng từ Việt Nam là lớn nhất chiếm 94.5%, cho thấy sản lượng tiêu thụ Sầu riêng tại Trung Quốc có lợi thế cho Việt Nam.

Trung Quốc cũng vừa phê duyệt thêm 829 mã số vùng trồng và 131 mã số cơ sở đóng gói sầu riêng của Việt Nam.

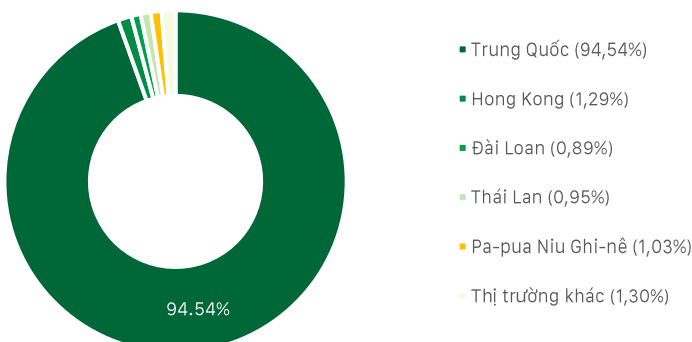
BIỂU ĐỒ 7: KIM NGẠCH XUẤT KHẨU SẦU RIÊNG QUA CÁC NĂM

Đơn vị: Tỷ USD



BIỂU ĐỒ 8: TỶ TRỌNG THỊ TRƯỜNG XUẤT KHẨU SẦU RIÊNG CỦA VIỆT NAM

Đơn vị: %



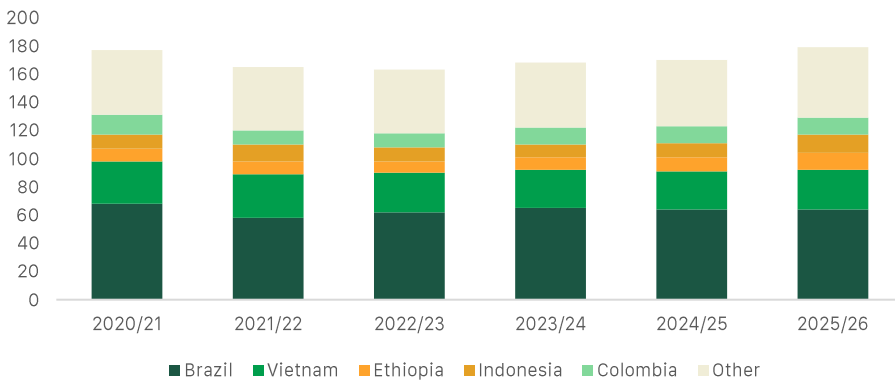
NGÀNH CÀ PHÊ

Niên vụ cà phê 2024–2025 (tính từ tháng 10/2024 đến tháng 9/2025) đánh dấu mốc lịch sử của ngành cà phê Việt Nam với kim ngạch xuất khẩu kỷ lục hơn 8.4 tỷ USD, tăng 55.5% về giá trị và 1.8% về khối lượng so với niên vụ trước, đạt hơn 1.7 triệu tấn (khoảng 29.5 triệu bao). Giá xuất khẩu bình quân tăng cao kỷ lục (5,610 USD/tấn) là yếu tố chính thúc đẩy doanh thu.

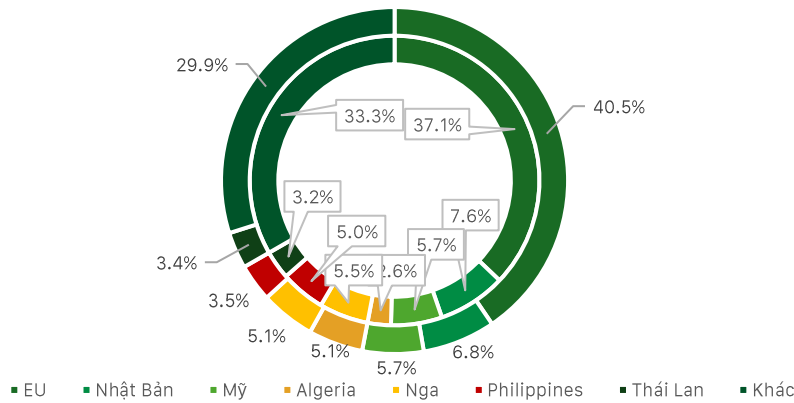
Giá xuất khẩu bình quân đạt 5,610 USD/tấn, tăng 52.7% so với niên vụ 2023–2024 – mức cao chưa từng có. Diễn biến giá tích cực này đã giúp nâng tầm giá trị ngành hàng, củng cố vị thế Việt Nam trên bản đồ cà phê thế giới.

Về cơ cấu thị trường, châu Âu tiếp tục là khu vực nhập khẩu lớn nhất, chiếm 47.2% tổng khối lượng và 46.7% tổng kim ngạch, tương đương hơn 710,000 tấn cà phê trị giá trên 4 tỷ USD. Trong đó, 27 nước EU chiếm tới 40.1% lượng cà phê và 39.4% kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam.

BIỂU ĐỒ 9: SẢN LƯỢNG CÀ PHÊ THEO CÁC QUỐC GIA THEO NIÊN VỤ



BIỂU ĐỒ 10: SẢN LƯỢNG CÀ PHÊ THEO CÁC QUỐC GIA THEO NIÊN VỤ



BIỂU ĐỒ 11: DIỄN BIẾN GIÁ CÀ PHÊ THẾ GIỚI



NGÀNH TRỒNG DẦU NUÔI TẦM

Ngành tơ tằm đang có sự phân hóa rõ rệt. Năm 2024, Quy mô thị trường tơ tằm trên toàn thế giới khoảng 5 tỷ USD và quy mô ngành tơ lụa nói chung năm 2024 là 14.6 tỷ USD. Thị phần ngành tơ tằm tiếp tục tập trung vào Trung Quốc và Ấn Độ.

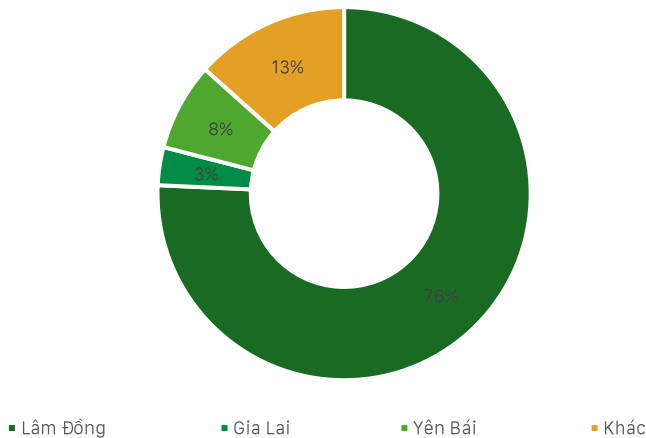
Việt Nam hiện có gần 40,000 hộ nông dân tham gia nghề trồng dâu nuôi tằm, với diện tích dâu tằm năm 2022 khoảng 13,210 ha. Trên bình diện quốc tế, Việt Nam đứng thứ 3 thế giới về sản lượng tơ, đồng thời ghi nhận giá trị xuất khẩu năm 2022 khoảng 70 triệu USD. Dù vậy, **hoạt động trồng dâu nuôi tằm trong nước vẫn mang tính tự phát, quy mô sản xuất nhỏ lẻ, manh mún, và chưa có quy hoạch tổng thể** để phát triển theo chuỗi giá trị một cách bài bản.

Năm 2022, Việt Nam xuất khẩu 97.7 triệu USD tơ tằm, hơn 90% tơ thô sang Ấn Độ. Với sản lượng tơ tằm 1,450 tấn/năm, Việt Nam nằm trong top 5 thế giới về sản xuất tơ tằm (sau Trung Quốc, Ấn Độ, Uzbekistan). Ngành dâu tằm tơ Việt Nam tập trung chủ yếu ở Tây Nguyên, với Lâm Đồng chiếm 75% diện tích dâu và 87.94% sản lượng kén (14,796 tấn/16,824 tấn tổng cả nước).

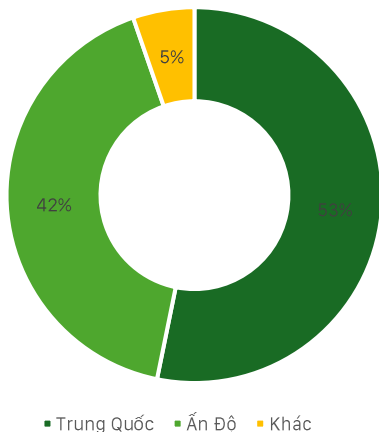
Trong bối cảnh đó, Chính phủ đã định hướng đưa trồng dâu nuôi tằm trở thành một ngành nông nghiệp chủ lực, và ban hành Quyết định 900/QĐ-BNN-CN nhằm thúc đẩy phát triển ngành với tầm nhìn đến năm 2030. Theo định hướng này, diện tích dâu tằm dự kiến đạt 15,000–16,000 ha; năng suất lá dâu tại Tây Nguyên đạt 30–35 tấn/ha, trong khi miền Bắc và miền Trung đạt 35–40 tấn/ha. Trên cơ sở đó, tổng sản lượng lá dâu mục tiêu đạt 530,000–600,000 tấn, sản lượng kén đạt 20,000–22,000 tấn, và sản lượng tơ tằm đạt 1,700–1,800 tấn.

Song song với mở rộng quy mô, định hướng cũng nhấn mạnh yêu cầu cung cấp giống tằm đảm bảo chất lượng để phục vụ nhu cầu sản xuất, trong đó đặt mục tiêu đáp ứng ít nhất 15% giống tằm lưỡng hệ kén trắng. Về hiệu quả kinh tế – xã hội, ngành được kỳ vọng đạt giá trị sản xuất 6,500–7,100 tỷ đồng (tương đương 260–280 triệu USD), giá trị xuất khẩu 140–150 triệu USD, đồng thời tạo việc làm cho khoảng 110,000–120,000 lao động. Với định hướng phát triển này của Chính phủ Việt Nam, HAG đang có lợi thế về tiềm năng quy mô phát triển ngành Trồng dâu nuôi tằm.

BIỂU ĐỒ 12: TỶ TRỌNG VÙNG TRỒNG DẦU NUÔI TẦM TẠI VIỆT NAM



BIỂU ĐỒ 13: TỶ TRỌNG VÙNG TRỒNG DẦU NUÔI TẦM TẠI VIỆT NAM



KQKD 2025: PHỤC HỒI HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỐT LÕI VÀ LỢI ÍCH TỪ XỬ LÝ NGHĨA VỤ NỢ

Năm 2025 là năm bản lề của HAG khi doanh nghiệp đồng thời ghi nhận sự phục hồi rõ nét của hoạt động cốt lõi và hưởng lợi lớn từ việc xử lý nghĩa vụ tài chính. Theo BCTC kiểm toán, HAG ghi nhận doanh thu thuần 7.432 tỷ đồng, lợi nhuận gộp 2.705 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế 2.202 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế 2.240 tỷ đồng; LNST thuộc cổ đông công ty mẹ đạt 2.123 tỷ đồng, tương ứng EPS 1.910 đồng/cp. Điều này có nghĩa HAG đã bước qua giai đoạn "ổn định để tồn tại" và bắt đầu có thể được nhìn như một doanh nghiệp vận hành thật hơn.

Tuy vậy, chất lượng lợi nhuận 2025 cần được tách riêng thành hai lớp. Ở lớp thứ nhất, hoạt động nông nghiệp cốt lõi đã cải thiện mạnh:

Màng Trái cây (Động lực cốt lõi): Doanh thu đạt 5.712,7 tỷ VND, tăng trưởng ấn tượng +38,1% YoY.

- **Chuối:** Tiếp tục là nguồn thu chủ lực với 5,205 tỷ VND (+34.7% YoY).
- **Sầu riêng:** Ghi nhận sự bứt phá mạnh mẽ nhất với 378 tỷ VND (+38.5% YoY). Đây cũng là trọng tâm doanh thu trong 2026, bên cạnh màng chuối.
- **Trồng dâu nuôi tằm:** Trong Q4/2025 HAG đã bắt đầu ghi nhận màng doanh thu này sớm hơn kế hoạch dự kiến. HAG kỳ vọng màng trồng dâu nuôi tằm sẽ là động lực đóng góp tăng trưởng doanh thu trong năm 2026.

Màng Thương mại: Ghi nhận mức tăng trưởng kỳ lục +168.1% YoY, đạt 1,480 tỷ VND.

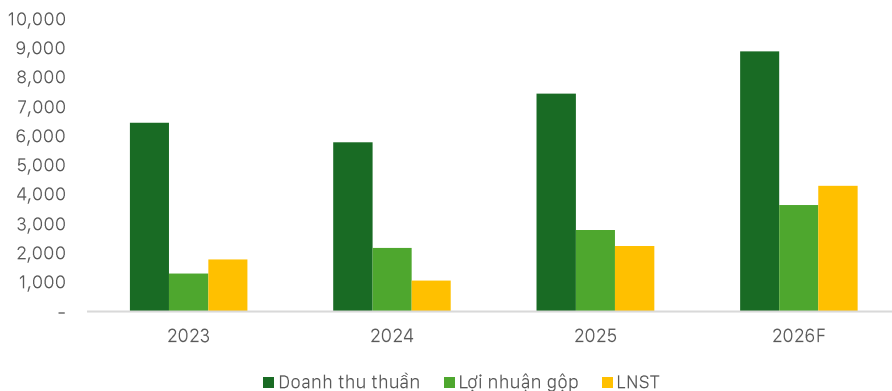
Màng Chăn nuôi: doanh thu màng chăn nuôi Heo chỉ còn đóng góp 209 tỷ VND, giảm -71.73% YoY trong năm 2025, do sản lượng Heo giảm bị dịch bệnh. Từ 10/2025 HAG đã tập trung tái đàn để đẩy mạnh sản lượng vào Q2/2026.

Ở lớp thứ hai, lợi nhuận năm 2025 được hỗ trợ đáng kể bởi khoản miễn giảm chi phí lãi vay khoảng 1.065 tỷ đồng; đồng thời Công ty cũng ghi nhận lỗ khác 534 tỷ đồng chủ yếu liên quan đến thanh lý tài sản cố định, tài sản xây dựng cơ bản dở dang, chuyển đổi vườn cây và chi phí tiêu hủy heo chết.

Vì vậy, lợi nhuận 2025 phản ánh cả sự phục hồi của hoạt động kinh doanh cốt lõi và lợi ích từ xử lý nghĩa vụ nợ, chứ không thuần túy là lợi nhuận vận hành thông thường.

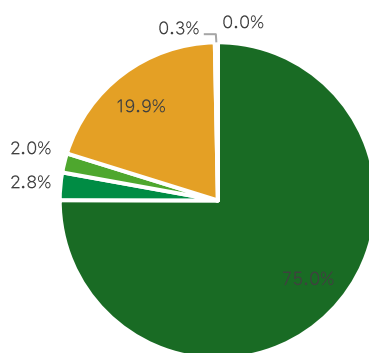
BIỂU ĐỒ 14: KẾT QUẢ KINH DOANH

Đơn vị: (%)



BIỂU ĐỒ 15: CƠ CẤU DOANH THU

Đơn vị: (%)



Trái cây Chăn nuôi heo Trồng dâu nuôi tằm Thương mại Dịch vụ Khác

BẢNG 3: KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH (Tỷ VNĐ)

ĐVT: Tỷ VNĐ	2024	2025	Diff (%)	Ghi chú
Doanh thu thuần	5,783	7,432	28.52%	
Trái cây	4,139	5,712	38.03%	Doanh thu trái cây đạt 5.712 tỷ VNĐ, dẫn dắt bởi chuối (5.205 tỷ VNĐ) và sầu riêng (378 tỷ VNĐ) với giá bán cao 95,1 triệu VNĐ/tấn. Dù sản lượng sầu riêng thu bói chưa đạt kỳ vọng, cơ cấu này vẫn giúp HAG duy trì biên lợi nhuận gộp mảng ở mức 47%.
Heo	1,004	209	-79.16%	Mảng heo giảm mạnh do sản lượng heo giảm do bị dịch bệnh chết. Từ T10/2025, Tập đoàn đã tập trung để tái đàn chuẩn bị cho Q2/2026
Thương mại	552	1,480	167.86%	Bao gồm hoạt động mua bán vật tư nông nghiệp, cây giống, nguyên liệu. Tăng mạnh so với KH do có phát sinh thêm phần doanh thu cá ban đầu không đưa vào kế hoạch năm 2025
Dịch vụ	86	30	-65.02%	
Khác	2	-	-100.00%	
Tổng Giá vốn	3,611	4,727	30.90%	
Lợi nhuận gộp	2,172	2,705	24.55%	
<i>% biên lợi nhuận gộp</i>	<i>38%</i>	<i>36%</i>		
Trái cây	2,786	2,047	36.09%	
Heo	86	(161)	-286.56%	
Thương mại	11	128	1,057.37%	
Dịch vụ	33	(46)	-241.40%	LN gộp âm chủ yếu do hoạt động của Cty Thể thao (mang tính cộng đồng, quảng bá hình ảnh, thương hiệu của Tập đoàn)
Khác	0	-	-100.00%	
Chi phí bán hàng	396	453	14.25%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	165	159	-3.80%	
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh (EBIT)	1,610	2,093		
<i>% biên EBIT</i>	<i>28%</i>	<i>29%</i>		
Doanh thu hoạt động tài chính	280	295	5.45%	
Chi phí tài chính	688	(284)	-141.27%	
Lãi vay	716	742	3.62%	
Lãi/(lỗ) chênh lệch tỷ giá hối đoái	31	1	-96.76%	
Chi phí lãi vay được miễn giảm	-	(1,065)		HAG đầu giá thành công lô Trái phiếu BIDV (Lô B) vào tháng 6/2025. Việc này giúp HAG được miễn một phần chi phí lãi vay.
Hoàn nhập dự phòng suy giảm giá trị khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	(128)	9	-107.00%	
Khác	69	29	-44.94%	
Lãi/ Lỗ khác	(180)	(471)	162.33%	Thanh lý TSCĐ và TSXDCBDD, chủ yếu là chuyển đổi vườn cây, và chi phí tiêu hủy heo chết
Lợi nhuận trước thuế (PBT)	1,023	2,202	115.44%	
<i>% Biên PBT</i>	<i>18%</i>	<i>30%</i>		
Thuế TNDN hiện hành	(1)	-		
Thuế TNDN hoãn lại	38	39		
Lợi nhuận sau thuế (NPAT)	1,060	2,240	111.49%	

TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2026F – 2028F

Triển vọng phát triển kinh doanh 2026 – 2028 của HAG

HAG đang vận hành mô hình **"4 cây 2 con"** gồm **chuối, sầu riêng, cà phê, trồng dâu nuôi tằm và heo thịt**, đây là các ngành hàng nông nghiệp thiết yếu có nhu cầu thị trường cao.

Màng Chuối: Diện tích vườn chuối ~6,324 ha (chủ yếu tại Lào) đã vào giai đoạn khai thác ổn định. Doanh thu bình quân khoảng 500 triệu VND/ha với biên lợi nhuận gộp 40-50%. **Màng chuối mang lại doanh thu ~3,000-4,000 tỷ VND/năm và dòng tiền đều đặn;** dự kiến giai đoạn 2026-2027 hoạt động trồng chuối giữ ổn định ở quy mô hiện tại.

Màng Sầu riêng: HAG đã trồng 2,313 ha sầu riêng, phần lớn cây đang ở giai đoạn trưởng thành. Bắt đầu từ 2024, **vườn sầu riêng cho thu hoạch và sẽ bùng nổ sản lượng từ năm 2026 trở đi (đạt đỉnh sản lượng vào 2028)**. Với năng suất dự kiến, doanh thu sầu riêng có thể đạt ~1.5 tỷ VND/ha (cao gấp 3 lần chuối) với biên lợi nhuận gộp 70-80%. Từ 2026, sầu riêng sẽ trở thành mảng đóng góp doanh thu và lợi nhuận lớn đứng thứ sau chuối, giúp tổng doanh thu Công ty bứt phá đồng thời cải thiện mạnh dòng tiền.

Màng Heo: Trang trại chăn nuôi duy trì 18,000 heo nái và sản lượng ~250,000 heo thịt/năm. Với giá bán thịt heo giả định ổn định quanh 60,000 VND/kg (tương đương ~6 triệu VND/con xuất chuồng), mảng chăn nuôi ước đạt doanh thu 1,000-2,000 tỷ VND/năm và biên lợi nhuận gộp 15-25%. Quy mô đàn heo được giữ nguyên trong các năm tới để đảm bảo sản lượng ổn định; mảng này dự kiến tiếp tục đóng góp đáng kể vào tổng doanh thu và lợi nhuận HAG.

Bên cạnh việc củng cố 3 mảng hiện hữu trên, HAG đang mở rộng sang 2 mảng kinh doanh mới giàu tiềm năng là trồng dâu nuôi tằm và cà phê (giống Arabica):

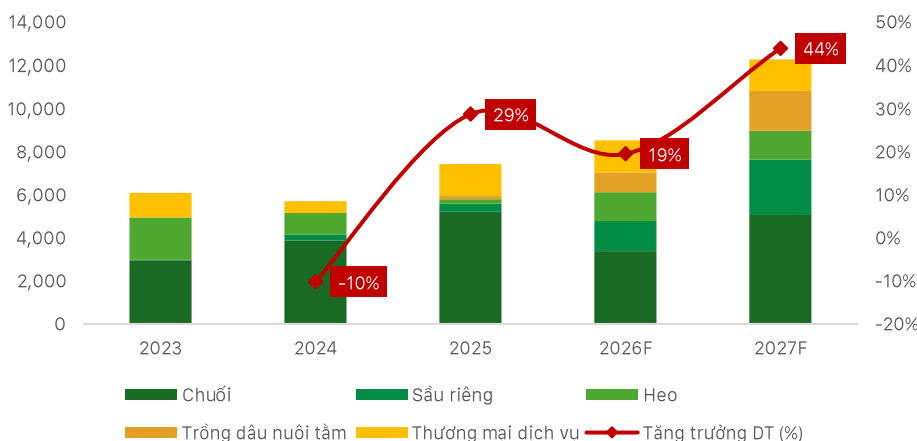
Màng Trồng dâu nuôi tằm (nuôi tằm lấy kén): Dự án triển khai từ 2025 với kế hoạch phát triển 2,000 ha tại Lào trên quỹ đất chưa sử dụng của Công ty. Trong Q4/2025 đã có thu hoạch và ghi nhận doanh thu. Hiệu quả kinh tế ước tính ~900 triệu VND/ha/năm, biên lợi nhuận gộp trên 50%. Giá bán kén tằm hiện dao động 170-200 nghìn VND/kg; **Chúng tôi dự phóng thận trọng ở mức 150 nghìn đ/kg, với tổng doanh thu dự kiến thu được từ mảng này trong năm 2026 là khoảng hơn 900 tỷ VND.**

Màng Cà phê: HAG dự kiến trồng 20,000 ha cà phê Arabica trên diện tích đất phù hợp khí hậu cao nguyên. Arabica là chủng cà phê chất lượng cao, được thị trường thế giới ưa chuộng và giá trị kinh tế cao. **Từ 2028 bắt đầu có thu hoạch, ước tính doanh thu ~800 triệu VND/ha, biên lợi nhuận gộp trên 50%. Giá cà phê thế giới 12 tháng qua dao động 127,000-240,000 VND/kg (giá hiện tại ~195,000 VND/kg);** chúng tôi giả định giá bán bình quân 160,000 VND/kg cho kế hoạch (mức dự báo thận trọng). Mảng cà phê nếu thành công sẽ bổ sung thêm ~500 tỷ VND doanh thu/năm từ 2028 (vụ bói) và tăng dần qua các năm, đồng thời tận dụng thổ nhưỡng tốt tại Lào và nâng cao hiệu quả sử dụng đất.

Dựa trên kết quả kinh doanh năm 2025 và định hướng kế hoạch của HAG, chúng tôi đánh giá các **mảng kinh doanh hiện tại (chuối, heo, sầu riêng) – chưa bao gồm các mảng kinh doanh mới – đang tạo nền doanh thu và lợi nhuận ổn định cho HAG (~6,000-6,500 tỷ doanh thu và >2,500 tỷ LNST mỗi năm ở giai đoạn hiện tại là khả thi).**

Việc HAG đầu tư **mở rộng sang dâu tằm và cà phê** là bước đi chiến lược hợp lý, giúp đa dạng hóa danh mục sản phẩm, giảm phụ thuộc vào 2 cây trồng hiện hữu, đồng thời hai mảng mới này có giá trị kinh tế cao hơn đáng kể so với mở rộng thêm chuối thông thường. Với năng lực và quỹ đất sẵn có, HAG có thể thực hiện mở rộng mà không cần đầu tư quá lớn về hạ tầng (do đã có kinh nghiệm và cơ sở vật chất nông nghiệp tại Lào). Do đó, chúng tôi nhận định năm 2026 mảng Trồng dâu nuôi tằm sẽ có tăng trưởng tốt và mảng cà phê sẽ được thu hoạch và ghi nhận doanh thu vào năm 2028.

BIỂU ĐỒ 16: DỰ PHÓNG KẾ HOẠCH KINH DOANH CỦA HAG



KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu Hoàng Anh Gia Lai, dựa trên luận điểm cốt lõi rằng thị trường đang tiếp tục định giá HAGL như một “distressed asset” trong khi hồ sơ rủi ro tài chính đã dịch chuyển về trạng thái bình thường hóa.

Chúng tôi cho rằng HAG không nên được định giá chỉ trên EPS năm 2025, do lợi nhuận năm này được hỗ trợ đáng kể bởi khoản miễn giảm chi phí lãi vay trong quá trình xử lý nghĩa vụ tài chính. Theo đó, trọng tâm định giá nên đặt vào năng lực tạo lợi nhuận của hoạt động nông nghiệp cốt lõi trong giai đoạn 2026–2028, trong khi tác động của lợi ích từ xử lý nghĩa vụ nợ nên được phản ánh chủ yếu qua việc giảm chiết khấu rủi ro tài chính. Đây là điều chỉnh quan trọng nhất về mặt tư duy định giá so với cách thị trường thường đọc lợi nhuận bề nổi.

Theo đó, giá mục tiêu phản ánh kịch bản tái định giá hợp lý, trong đó upside đến từ cả re-rating multiple và câu chuyện tăng trưởng rõ rệt trong KQKD các năm dự phóng, trong khi downside được bảo vệ tốt hơn so với các giai đoạn trước nhờ cải thiện về cấu trúc tài chính và dòng tiền.

Luận điểm đầu tư:

- Động lực tăng trưởng trung hạn nằm ở mô hình nông nghiệp tuần hoàn và chu kỳ dòng tiền mới (đặc biệt từ 2026):** HAG đang xây dựng mô hình nông nghiệp tuần hoàn hiện đại “4 cây 2 con”, tập trung vào các sản phẩm thiết yếu có nhu cầu tiêu thụ ổn định và đang trên đà tăng trưởng. Điểm bứt phá quan trọng là từ 2026, khi vườn sầu riêng bước vào giai đoạn khai thác rõ, giúp dòng tiền cải thiện mạnh hơn.
- Tái cấu trúc tài chính cơ bản hoàn tất, mở ra giai đoạn tăng trưởng và tái định giá doanh nghiệp:** HAGL đã cơ bản hoàn tất quá trình tái cấu trúc tài chính, bao gồm thỏa thuận với các ngân hàng lớn nhất là việc tái cấu trúc thành công các lô trái phiếu BIDV (trái phiếu B tháng 6/2025 và trái phiếu A tháng 12/2025) là bước then chốt, giúp: giảm mạnh gánh nặng tài chính, xử lý phần lỗ lũy kế kéo dài, và nâng chất lượng bảng cân đối kế toán.
 - Trên nền tài chính lành mạnh hơn, HAG có thêm lựa chọn chiến lược để tăng trưởng. Kế hoạch **niêm yết công ty con CTCP Đầu tư Quốc tế Hoàng Anh Gia Lai trong 2026** có thể tạo thêm nguồn vốn cho mở rộng quỹ đất và phát triển mảng **trồng dâu nuôi tằm, cà phê**.
 - Tổ hợp yếu tố này tạo cơ sở cho **tăng trưởng ổn định hơn và nâng định giá doanh nghiệp trong trung hạn**.
- Thị trường đang định giá sai bản chất câu chuyện HAG - không còn là “case cơ cấu nợ”, mà là “case phục hồi năng lực tạo dòng tiền”:** Consensus hiện vẫn nhìn HAGL theo tư duy cũ: doanh nghiệp “sống được” nhờ cơ cấu nợ và sự hỗ trợ từ chủ nợ. Tuy nhiên, bản chất đã thay đổi: phần tiên dùng để trả gốc/lãi đến từ dòng tiền thật (thu từ bán tài sản/thoái vốn và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh cốt lõi), chứ không chỉ từ nhượng bộ tài chính. Vì vậy, rủi ro trọng yếu của HAGL đã dịch chuyển từ **rủi ro thanh khoản/vỡ nợ ngắn hạn** sang **rủi ro vận hành – hiệu quả và độ bền vững của mô hình nông nghiệp**. Mức chiết khấu hiện tại vẫn đang phản ánh một kịch bản tài chính căng thẳng, trong khi thực tế doanh nghiệp đã bước sang giai đoạn khác, từ đó tạo ra dư địa định giá lại.

Rủi ro đầu tư

- Rủi ro vận hành nông nghiệp:** Biến động thời tiết, dịch bệnh hoặc gián đoạn chuỗi cung ứng có thể ảnh hưởng đến sản lượng và biên lợi nhuận trong ngắn hạn.
- Biến động giá hàng hóa:** Giá bán đầu ra thấp hơn kỳ vọng có thể làm suy giảm EBITDA, dù không nhất thiết làm đảo ngược trạng thái bình thường hóa tài chính.
- Rủi ro nhu cầu vốn:** HAG vẫn đang trong giai đoạn cần vốn lớn để chuyển nền tảng tài sản sinh học thành dòng tiền tự do.

Investment call: Đây là một case re-rating dựa trên bình thường hóa rủi ro, bên cạnh câu chuyện tăng trưởng mới hoàn toàn chưa được thị trường định giá.

ĐỊNH GIÁ

Mức định giá hiện tại của Hoàng Anh Gia Lai đang phản ánh một giả định ngầm: doanh nghiệp vẫn mang đặc điểm của một distressed asset, với rủi ro thanh khoản cao và khả năng tạo dòng tiền thiếu bền vững. Cách tiếp cận này phù hợp với giai đoạn trước đây, khi nghĩa vụ nợ và áp lực đáo hạn là biến số chi phối. Tuy nhiên, như đã phân tích ở các phần trước, giả định này không còn phản ánh đúng trạng thái hiện tại.

Quan trọng hơn, định giá mục tiêu cần phản ánh hai trạng thái khác nhau: (i) rủi ro tài chính đã qua đỉnh, và (ii) hoạt động kinh doanh đang chuẩn bị chuyển sang pha tăng trưởng cao. Trong khi trạng thái (i) đã thay đổi, thị trường vẫn tiếp tục áp mức multiple của trạng thái cũ, dẫn đến sự lệch pha giữa rủi ro thực tế và mức chiết khấu đang được áp dụng, trong khi hoàn toàn chưa phản ánh trạng thái (ii).

Khung định giá phù hợp: từ "distressed multiple" sang "normalized multiple"

Trong bối cảnh hiện tại, cách tiếp cận hợp lý nhất là Phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF & FCFE) do giai đoạn cần xử lý rủi ro tài chính đã qua và cần phản ánh khả năng tạo dòng tiền từ hoạt động cốt lõi, đồng thời kết hợp cross-check với P/E multiple để đánh giá quan điểm thị trường.

Multiple hợp lý trong kịch bản bình thường hóa và chuẩn bị bước sang pha tăng trưởng cao trong 2026 nên tối thiểu tiệm cận trung bình ngành nông nghiệp (12.x), phản ánh một doanh nghiệp vận hành ổn định, với EBITDA dương và rủi ro sinh tồn đã giảm đáng kể (**áp dụng cho EPS từ hoạt động cốt lõi**), **bên cạnh P/E multiple 1.x áp dụng cho EPS từ hoạt động tài chính.**

Phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF & FCFE)

Với phương pháp chiết khấu dòng tiền, bên cạnh các kỳ vọng về kết quả hoạt động kinh doanh của HAG, chúng tôi có thực hiện thêm một số giả định như sau:

- **Chi phí vốn (WACC):** Cấu trúc vốn mục tiêu của HAG là ổn định tỷ trọng nợ ngắn hạn và dài hạn so với hiện tại. Do chi phí vốn vay tương đối cao trung bình khoảng 10%/năm và chi phí vốn chủ sở hữu khoảng 13.6%/năm. Vì vậy, chúng tôi ước tính tổng chi phí vốn trung bình HAG khoảng mức 13%/năm.
- **Tỷ lệ tăng trưởng vĩnh viễn (Terminal Growth):** Do HAG thuộc ngành nông nghiệp và đang trong quá trình mở rộng thêm mảng kinh qua Trồng dâu nuôi tằm và Cà phê, vì vậy chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ tăng trưởng vĩnh viễn ở mức 3% sau giai đoạn dự phóng.

Chúng tôi lưu ý tại mức giá khuyến nghị 25,500 đồng/ cổ phiếu có thể được bóc tách tương đương P/E 12.x đối với EPS từ hoạt động cốt lõi, và P/E 1.x đối với EPS từ tái cấu trúc Trái phiếu A trong năm 2026, phù hợp với cách cross-check theo khung định giá P/E multiple ở trên.

BẢNG 4: BẢNG SO SÁNH CÁC DOANH NGHIỆP CÙNG NGÀNH

Tên doanh nghiệp	Beta	Tổng nợ vay tài chính	Tổng VCHS	Thuế	Hệ số beta phi đòn bẩy
Thủy sản Nam Việt	0.92	1,496	2,929	20.0%	0.65
Tập đoàn Sao Mai	1.36	13,112	8,124	20.0%	0.59
Nông nghiệp BAF Việt Nam	1.05	2,210	3,069	20.0%	0.67
Tập đoàn DABACO	1.21	5,492	7,234	20.0%	0.75
Nông nghiệp Quốc tế HAGL	0.99	10,129	1,561	20.0%	0.16
Thủy sản Minh Phú	1.04	2,918	4,925	20.0%	0.71
Thủy sản Vĩnh Hoàn	1.56	2,486	9,205	20.0%	1.28
Chăn nuôi Việt Nam	0.76	164	6,014	20.0%	0.74
				Mean	0.69
				Median	0.69

BẢNG 5: ĐỊNH GIÁ

Phương pháp	Giá trị	Tỷ trọng	Giá trị
FCFF	26,910	50%	13,455
FCFE	23,998	50%	11,999
Giá trị cổ phiếu (VND/cp)		100%	25,500

Luận điểm cốt lõi: Việc tái định giá HAGL không chỉ là điều chỉnh lại giả định về rủi ro tài chính, mà còn cần phản ánh một câu chuyện tăng trưởng mới.

PHỤ LỤC

Bảng cân đối kế toán	2024	2025	2026F	2027F
Tài sản ngắn hạn	8,435	8,291	11,597	17,431
I. Tiền & tương đương tiền	150	680	1,298	4,180
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0	0	0
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	7,537	6,765	9,367	11,617
IV. Hàng tồn kho	694	769	854	1,556
V. Tài sản ngắn hạn khác	54	78	78	78
Tài sản dài hạn	13,845	18,090	14,993	14,793
I. Các khoản phải thu dài hạn	1,293	13	16	20
II. Tài sản cố định	6,567	8,472	8,983	9,317
III. Bất động sản đầu tư	34	49	49	49
IV. Tài sản XDCBDD	5,022	8,569	4,959	4,421
V. Đầu tư tài chính dài hạn	557	554	554	554
VI. Tài sản dài hạn khác	371	433	433	433
Tổng tài sản	22,281	26,382	26,591	32,225
Nợ phải trả	12,955	12,199	8,007	8,115
I. Nợ ngắn hạn	8,801	10,119	6,372	6,465
1. Khoản phải trả ngắn hạn	5,375	3,648	2,334	2,428
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	3,426	6,472	4,038	4,038
II. Nợ dài hạn	4,155	2,080	1,635	1,650
1. Các khoản phải trả dài hạn	615	650	650	650
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	3,539	1,430	985	1,000
Vốn chủ sở hữu	9,326	14,183	18,584	24,109
1. Vốn điều lệ	10,575	12,675	12,675	12,675
2. Thặng dư vốn cổ phần	0	408	420	420
3. Lợi nhuận để lại và các quỹ	-423	1,393	5,493	10,653
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	581	971	1,261	1,626
5. Nguồn vốn khác	-1,408	-1,264	-1,264	-1,264
Tổng nguồn vốn	22,281	26,382	26,591	32,225

Báo cáo Kết quả kinh doanh	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	5,783	7,432	8,896	12,804
Giá vốn hàng bán	3,611	4,727	5,210	6,320
Lợi nhuận gộp	2,172	2,705	3,686	6,484
Doanh thu hoạt động tài chính	280	295	191	191
Chi phí tài chính	-688	284	1,045	-453
Lãi/lỗ từ công ty liên doanh, liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng & QLDN	-562	-612	-533	-697
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	1,202	2,673	4,390	5,525
Lợi nhuận khác	-180	-471	0	0
Lợi nhuận trước thuế	1,023	2,202	4,390	5,525
Lợi nhuận sau thuế	1,060	2,240	4,390	5,525
LNST cổ đông công ty mẹ	1,013	2,123	4,100	5,160
LNST cổ đông không kiểm soát	47	117	290	365

Định giá	2024	2025	2026F	2027F
EPS (đồng/CP)	1,021	1,910	3,235	4,071
BVPS (đồng/CP)	8,269	10,424	13,667	17,739
Cổ tức	0%	0%	0%	0%

Khả năng sinh lời	2024	2025	2026F	2027F
Biên lợi nhuận gộp	37.6%	36.4%	41.4%	50.6%
Biên EBITDA	38.7%	47.0%	61.7%	51.8%
Biên lợi nhuận trước thuế	17.7%	29.6%	49.3%	43.2%
ROE	13.2%	19.1%	26.8%	25.9%
ROA	4.3%	8.5%	14.9%	15.9%

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo. Phòng Phân Tích chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân Tích không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo. Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan.

Báo cáo phân tích, định giá này nhằm mục đích tham khảo và không có giá trị pháp lý như một chứng thư thẩm định giá. Báo cáo phân tích này và các tài liệu đi kèm được lập bởi Phòng Phân Tích – CTCP Chứng Khoán OCBS, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng Khoán OCBS. Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Công ty Cổ phần Chứng khoán OCBS

Tầng 26, tòa nhà The Hallmark - 15 Trần Bạch Đằng, P. An Khánh, TP HCM

Điện thoại: (028) 7108 8848

Fax: (028) 3915 2931

Website: www.ocbs.com.vn

Phòng Phân tích

Email: research@ocbs.com.vn