

CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam (BAF)

KHẢ QUAN (từ TRUNG LẬP)

Hàng tiêu dùng

Giá hiện tại	VND32.000
Cao/Thấp nhất 52 tuần	VND38.050/22.450
Giá mục tiêu	VND37.200
Giá mục tiêu trước đó	VND33.300
Consensus	11,7%
Tiềm năng tăng giá	16,3%
Tỷ suất cổ tức	0%
Tổng tỷ suất sinh lời	3,6%

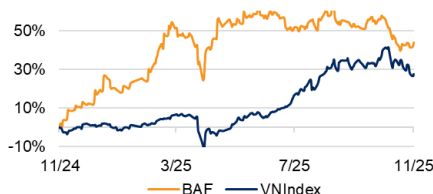
Triển vọng	Khả quan
Định giá	Khả quan
Phân tích kỹ thuật	Khả quan

Thị giá vốn (tr USD)	292,9
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	3.500
Sở hữu NN (tr USD)	173,9
Số CP lưu hành (tr)	239,0
Số CP sau pha loãng (tr)	239,0

	BAF	VNI
P/E trượt	11,2x	14,5x
P/B hiện tại	1,7x	2x
ROA	7,5%	2,2%
ROE	15,4%	13,7%

*dữ liệu ngày 19/11/2025

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
BAF	-0,4	-5,0	-5,8
Tương quan VNIndex	0,5	10,7	32,6

Cơ cấu sở hữu

Siba Holdings	31,5%
Bùi Hương Giang	2,6%
Khác	65,9%

Tổng quan doanh nghiệp

Được thành lập vào năm 2017, BAF tập trung vào chuỗi giá trị chăn nuôi lợn với 3 nhà máy sản xuất thức ăn chăn nuôi và 36 trang trại với quy mô trên 500.000 con lợn – nằm trong top 5 công ty chăn nuôi lợn nhất Việt Nam.

Mở rộng nhanh hơn thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận

- Chúng tôi nâng khuyến nghị lên Khả quan với tiềm năng tăng giá 16,3%, nâng giá mục tiêu lên 11,7% từ báo cáo trước lên mức 37.200 đồng.
- WACC cao hơn ở mức 9,4% do lãi suất phi rủi ro tăng lên 3.0% và phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu tăng lên 8,4%.

Tiêu điểm tài chính

- Doanh thu mảng 3F tăng mạnh 57,6% svck, giúp biên lợi nhuận gộp tăng 12,3 điểm % lên 25,0% khi mảng nông sản được loại bỏ.
- Sản lượng bán heo 2025 tăng 48,6% sv đầu năm lên khoảng 820.000 con, được hỗ trợ bởi các dự án M&A.
- LNST dự kiến tăng 160,6% svck trong 2025 nhờ loại bỏ mảng kinh doanh nông sản.

Luận điểm đầu tư

Doanh thu được hỗ trợ bởi giá heo hồi phục

Chúng tôi kỳ vọng giá bán heo bình quân năm 2025 kết thúc đà giảm và phục hồi từ ngưỡng 53.000 đồng/kg từ cuối năm, được thúc đẩy bởi nhu cầu tiêu thụ mạnh hơn trước Tết Nguyên đán và gián đoạn nguồn cung tạm thời do bão Ragasa, Bualoi và Matmo. ASP cao hơn và sản lượng tăng được kỳ vọng sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu 2025, hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận trong bối cảnh ngành hồi phục.

Mở rộng công suất để đẩy nhanh tăng trưởng sản lượng

Tổng đàn heo của BAF tăng 48,6% sv đầu năm lên khoảng 820.000 con, củng cố hệ thống 3F và hỗ trợ mở rộng thị phần trong bối cảnh nhu cầu thịt heo gia tăng. Bên cạnh mở rộng đàn, BAF đang tăng độ phủ phân phối khi sản phẩm đã có mặt tại các chuỗi siêu thị lớn như Big C, Go! và Top Market, qua đó mở rộng hiện diện bán lẻ toàn quốc.

Biên lợi nhuận gộp cải thiện svck nhờ loại bỏ mảng nông sản

Việc chuyển dịch khỏi mảng kinh doanh nông sản có biên thấp sang hoạt động cốt lõi 3F đã cải thiện rõ rệt hiệu quả sinh lời. Đóng góp từ mô hình tích hợp feed–farm–food có biên cao giúp biên lợi nhuận tăng 12,3 điểm % svck lên 25,0%, ghi nhận mức mở rộng biên mạnh dù doanh thu chỉ tăng ở mức vừa phải.

Đòn bẩy cao gây áp lực lên biên lợi nhuận trong ngắn và trung hạn

Chúng tôi dự báo tổng nợ sẽ tăng lên 4.265 nghìn tỷ đồng (+47,5% svck) trong 2026, chủ yếu do chiến lược mở rộng trang trại, hoạt động M&A và đầu tư vốn cho các dự án sắp triển khai. Đòn bẩy cao hơn trong ngắn hạn có thể khiến chi phí lãi vay tăng và tạo áp lực tạm thời lên biên lợi nhuận, trước khi giảm dần khi các trang trại mới đi vào vận hành và dòng tiền hoạt động được cải thiện.

Chuyên viên phân tích:



Đào Hồng Anh

anh.daohong@vndirect.com.vn

	2023	2024	2025	2026	2027
Tăng trưởng DT thuần	(26,6%)	8,5%	(6,7%)	15,3%	12,8%
Tăng trưởng EPS	(86,4%)	238,9%	104,4%	(36,0%)	13,6%
Biên lợi nhuận gộp	6,6%	12,7%	25,0%	20,6%	21,9%
Biên LN ròng	0,9%	4,7%	13,1%	6,8%	7,7%
P/E (x)	81,2	23,9	11,7	18,3	16,1
Rolling P/B (x)	2,0	2,1	1,8	1,8	1,8
ROAE	2,6%	9,7%	20,1%	15,2%	16,8%
Nợ ròng trên VCSH	92,0%	66,4%	63,4%	71,4%	80,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

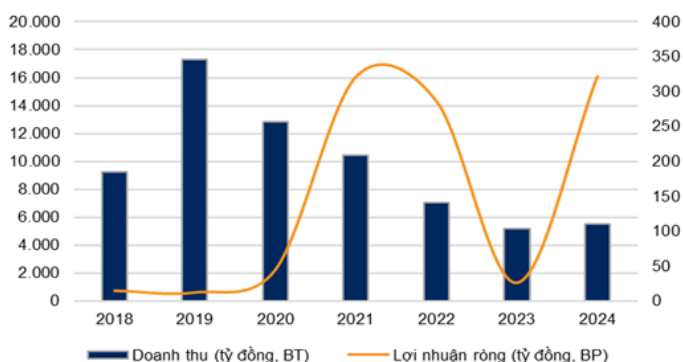
Tổng quan doanh nghiệp: Ngôi sao mới nổi trong mô hình 3F

CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam (BAF) được thành lập vào tháng 4/2017 với vốn điều lệ ban đầu là 30 tỷ đồng (~1,2 triệu USD). BAF được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP Hồ Chí Minh từ T12/2021.

Hoạt động kinh doanh của BAF ban đầu tập trung vào kinh doanh nông sản tuy nhiên đến T3/19, BAF đã tái cấu trúc hệ thống trang trại và phát triển kinh doanh sang mảng Thức ăn chăn nuôi và Thực phẩm. Theo ban lãnh đạo, kinh doanh nông sản có tiềm năng nhưng đặt ra nhiều thách thức cho một doanh nghiệp mới như BAF. Vì vậy, từ đầu năm 2020, công ty quyết định thay đổi chiến lược và hiện đang vận hành hệ thống Trang trại – Thức ăn chăn nuôi – Thực phẩm (3F) tích hợp theo chiều dọc. Từ năm 2025, BAF chuyển hoàn toàn sang mô hình 3F - mảng kinh doanh cốt lõi và là động lực chính mang lại lợi nhuận của công ty.

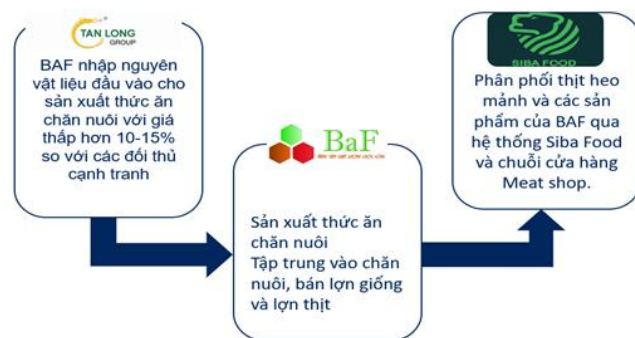
BAF là một mảnh ghép trong hệ sinh thái của Tập đoàn Tân Long - đơn vị dẫn đầu về nhập khẩu nguyên liệu thức ăn chăn nuôi tại Việt Nam. Tân Long không chỉ kinh doanh nông sản mà còn đầu tư chuỗi giá trị khép kín của ngành chăn nuôi. BAF là chìa khóa để Tập đoàn Tân Long thực hiện mô hình 3F. Nhờ sự hỗ trợ từ Tập đoàn Tân Long, BAF có thể tiếp cận nguồn nguyên liệu đầu vào với giá cả hợp lý và ổn định. Từ đó, chi phí thức ăn chăn nuôi của BAF thấp hơn 10-15% so với các đối thủ cạnh tranh, theo ban lãnh đạo.

Hình 1: DT và LN ròng của BAF giai đoạn 2018-24



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

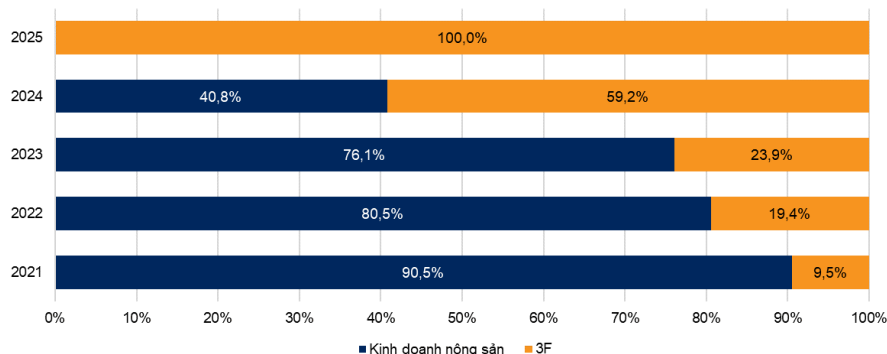
Hình 2: Hệ sinh thái của Tập đoàn Tân Long



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Công ty đang triển khai thành công chiến lược mở rộng mảng 3F.

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



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Tóm tắt KQKD Q3/25: Giá heo hơi giảm khiến biên LN ròng thu hẹp

Hình 4: KQKD Q3/25

Tỷ đồng	Q3/25	svck	sv quý trước	9T25	svck	% dự phóng
Doanh thu	1.136	-13,6%	-18,1%	3.647	92,9%	68,1%
Chăn nuôi 3F	1.136	32,7%	-18,1%	3.647	159,7%	68,1%
Nông sản	0	-100,0%	-	-	-100,0%	N/A
Lợi nhuận gộp	264	18,5%	-23,0%	897	176,4%	65,2%
Chi phí bán hàng và quản lý	-178	73,0%	143,1%	-339	183,4%	67,8%
LNTT	26	-60,8%	-87,4%	378	137,6%	47,2%
LNST	22	-62,6%	-88,5%	352	164,1%	50,3%
Doanh số heo thịt (nghìn con)	218	34,6%	28,2%	548	33,0%	63,0%
Biên LNG	23,2%	6,3 điểm %	-1,5 điểm %	24,6%	11,7 điểm %	
Biên LNST	2,0%	-2,6 điểm %	-12,2 điểm %	9,7%	4,2 điểm %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Doanh thu giảm nhẹ do giá bán bình quân điều giảm xuống mức thấp hơn

Trong Q3/25, dù sản lượng bán đạt 218.000 con (+34,6% svck, +28,2% sv quý trước) phản ánh hoạt động chăn nuôi ổn định và đàn heo mở rộng, giá heo hơi bình quân khoảng 52.000 đồng/kg duy trì ở mức thấp đã ảnh hưởng đến tăng trưởng doanh thu. Giá bán giảm do người chăn nuôi đẩy mạnh bán ra trước lo ngại dịch tả heo châu Phi (ASF) và thời tiết bất lợi, bao gồm mưa lớn và bão tại khu vực miền Trung và miền Bắc. Theo đó, doanh thu Q3/25 giảm 13,6% svck và 18,1% sv quý trước xuống 1.136 tỷ đồng.

Biên LN gộp giảm sv quý trước do giá heo hơi suy giảm

LN gộp Q3/25 giảm 23,0% sv quý trước nhưng tăng 23,0% svck lên 264 tỷ đồng, với biên LN gộp thu hẹp 1,5 điểm % sv quý trước và mở rộng 6,3 điểm % svck lên 23,2%. Biên LN gộp giảm sv quý trước chủ yếu do giá heo hơi giảm mạnh khiến lợi nhuận thu hẹp, dù năng suất duy trì ổn định. So với cùng kỳ, biên LN gộp cải thiện đáng kể nhờ BAF tập trung vào hệ thống 3F – mảng có biên lợi nhuận cao hơn so với kinh doanh nông sản.

Mở rộng trang trại khiến chi phí BH&QLDN tăng mạnh

Chi phí BH&QLDN Q3/25 tăng mạnh 143,1% sv quý trước và 73,0% svck lên 178 tỷ đồng, tương đương 15,7% doanh thu (+5,7 điểm % svck). Mức tăng chủ yếu đến từ chi phí vận chuyển, nhân sự và đào tạo khi đưa vào vận hành các trang trại TMC và Hòa Phát 4, cùng với chi phí quảng cáo và an toàn sinh học cao hơn trong mùa cao điểm. Việc mở rộng nhanh khiến chi phí hoạt động tăng nhanh hơn doanh thu, gây áp lực lên lợi nhuận quý.

Lợi nhuận ngắn hạn suy giảm nhưng nền tảng tăng trưởng vẫn vững chắc

LNTT Q3/25 giảm 60,8% svck và 87,4% sv quý trước xuống 26 tỷ đồng, trong khi LNST giảm 62,6% svck và 88,5% sv quý trước xuống 22 tỷ đồng. Biên LNST thu hẹp 2,6 điểm % svck và 12,2 điểm % sv quý trước còn 2,0%, phản ánh tác động từ giá heo hơi giảm và chi phí BH&QLDN tăng. Dù lợi nhuận ngắn hạn suy yếu, LNST 9T25 vẫn tăng mạnh 164,1% svck lên 352 tỷ đồng, hoàn thành 50,3% dự phóng cả năm và 55,1% kế hoạch năm của doanh nghiệp. BAF tiếp tục tập trung nâng cao năng suất, tối ưu chi phí và mở rộng hệ thống trang trại an toàn sinh học cao nhằm duy trì tăng trưởng bền vững.

Triển vọng 2025-26: Các dự án mở rộng thúc đẩy doanh thu

Điều chỉnh dự phóng 2025-26

Hình 5: Điều chỉnh dự phóng 2025-26

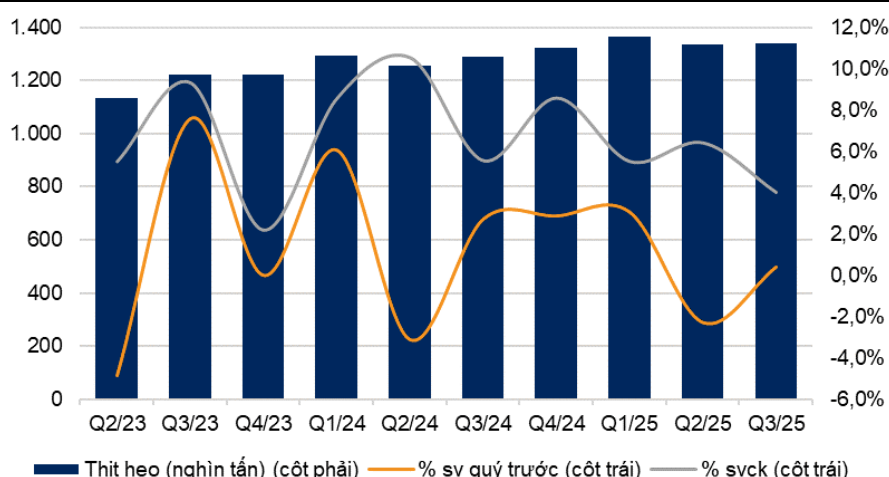
(Tỷ đồng)	Thực tế 2024	Cũ		Mới			Nhận xét
		2025	% Thay đổi svck	2025	% Thay đổi svck	% Dự phóng thay đổi	
Doanh thu thuần	5.641	6.295	11,6%	5.264	-6,7%	-16,4%	Chúng tôi dự báo doanh thu sẽ giảm do giá heo hơi bình quân năm 2025 giảm về mức giá ước tính khoảng 61,850 đồng/kg
Kinh doanh nông sản	2.302	1.398	-39,3%	-	-100,0%	-100,0%	Chúng tôi điều chỉnh sản lượng của mảng này do công ty đã ngừng hoạt động kinh doanh này
Măng 3F	3.338	4.897	46,7%	5.261	57,6%	7,4%	Doanh thu 3F được điều chỉnh tăng nhờ sản lượng heo bán ra tăng 66,4% svck, dù giá bán bình quân giảm do ảnh hưởng của dịch ASF và các đợt thiên tai gần đây
Lợi nhuận gộp	735	1.071	45,8%	1.315	79,0%	22,8%	
Biên LN gộp	13,0%	17,0%	3,9 điểm %	25,0%	12,0 điểm %	8,0 điểm %	Chúng tôi điều chỉnh tăng biên LN gộp sau khi doanh nghiệp ngừng mảng kinh doanh nông sản, nhưng chi phí khấu hao cao có thể khiến biên lợi nhuận gộp của mảng chăn nuôi bị thu hẹp trong ngắn và trung hạn
Chi phí BH và QLDN	214	306	43,1%	344	60,9%	12,5%	Chúng tôi điều chỉnh tăng SG&A do chi phí thuê ngoài và chi phí marketing tăng đáng kể
% CP bán hàng & QLDN/DT	3,8%	4,9%	28,2 điểm %	6,5%	2,7 điểm %	1,7 điểm %	
EBIT	502	765	52,3%	971	93,3%	26,9%	
Biên EBIT	8,9%	12,2%	36,5 điểm %	18,5%	0,1 điểm %	0,1 điểm %	
Chi phí tài chính	(222)	(237)	6,6%	(276)	24,1%	16,4%	
Chi phí lãi vay	(201)	(237)	18,1%	(276)	37,4%	16,4%	Chúng tôi điều chỉnh tăng chi phí lãi vay do chi phí lãi vay thuê tài chính gia tăng phục vụ hoạt động mở rộng.
Chi phí thuế	(31)	(84)	173,9%	(28)	-10,0%	-67,1%	
Thuế suất	-6,1%	15,0%	21,1 điểm %	10,0%	16,1 điểm %	-5,0 điểm %	
Lợi nhuận ròng	265	498	87,7%	692	160,6%	38,8%	
Biên LN ròng	5%	8%	3,6 điểm %	13%	8,4 điểm %	4,8 điểm %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi kỳ vọng giá heo hơi bình quân sẽ tăng trở lại vào cuối năm 2025

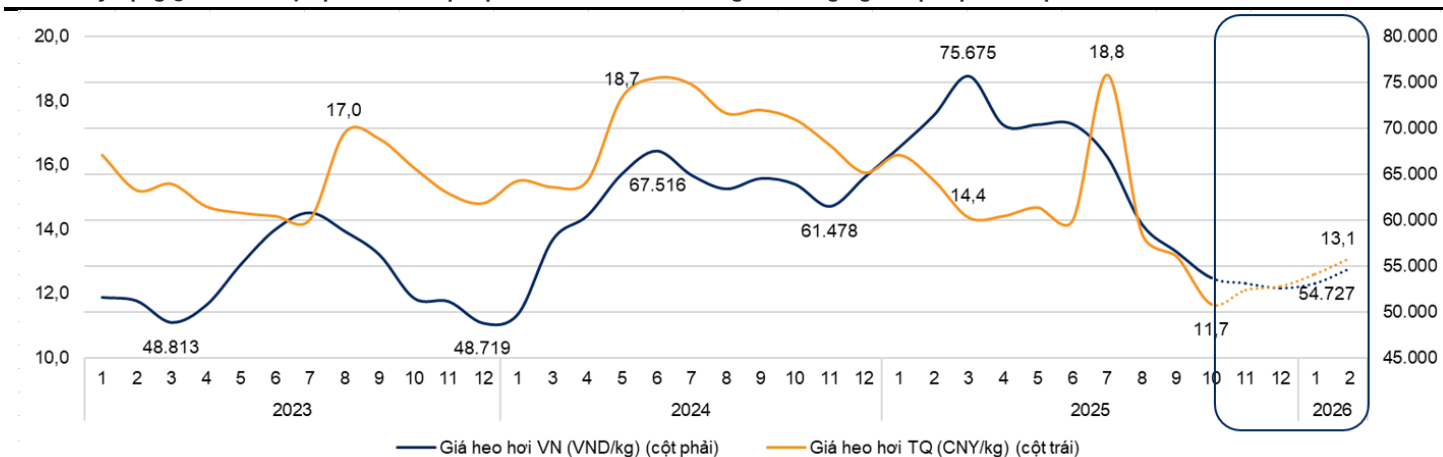
Chúng tôi dự báo giá heo hơi bình quân Q4/25 tại Việt Nam kết thúc đà giảm sau khi đạt đỉnh vào đầu năm nay và phục hồi từ ngưỡng 53.000 đồng/kg nhờ nhu cầu nội địa cải thiện. Đà tăng giá được hỗ trợ bởi nhu cầu tiêu thụ mạnh hơn trước Tết Nguyên đán, nguồn cung thắt chặt do dịch tả heo châu Phi (ASF), cùng với gián đoạn chăn nuôi tại khu vực miền Bắc và miền Trung do liên tiếp các cơn bão trong 4Q25.

Hình 6: Sản lượng heo hơi nội địa



Nguồn: NSO, VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Kỳ vọng giá heo hơi phục hồi sau đợt dịch tả heo châu Phi do nguồn cung ngắn hạn bị thắt chặt



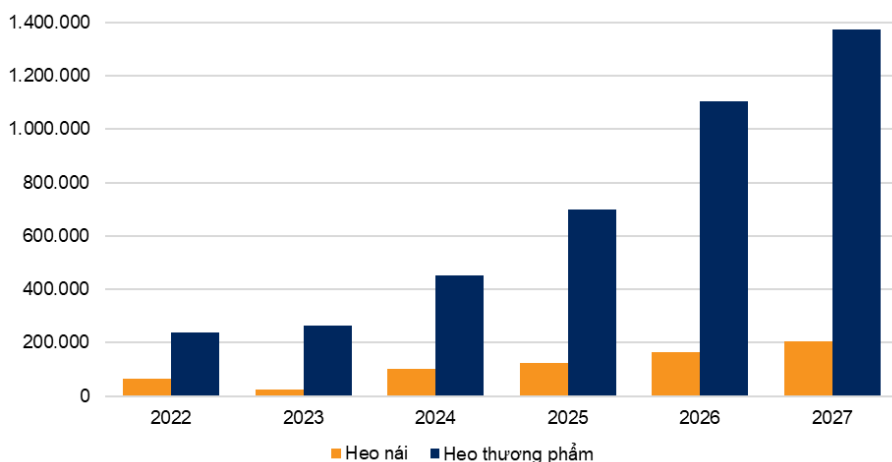
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Channuoivietnam

Tăng cường công suất nắm bắt nhu cầu tiêu thụ thịt heo trong nước đang gia tăng

BAF mở rộng mô hình 3F tích hợp thông qua các thương vụ M&A nhằm gia tăng quy mô sản xuất và tối ưu hóa chi phí, hướng tới mục tiêu 450.000 nái và 10 triệu heo thương phẩm hàng năm trước 2030. Tính đến cuối năm 2025, BAF đã mở rộng thêm 13 trang trại qua các thương vụ M&A và tăng 57% công suất chăn nuôi. Chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ 2025 tăng 48,6% svck lên khoảng 820.000 con, doanh thu 5.261 tỷ đồng (-6,7% svck) do giá bán bình quân giảm trong nửa cuối năm 2025.

Công ty đang hợp tác với Muyuan – một tập đoàn chăn nuôi quy mô lớn của Trung Quốc – để phát triển tổ hợp trang trại heo cao tầng đầu tiên tại Việt Nam ở Tây Ninh, với tổng vốn đầu tư 12 nghìn tỷ đồng. Trong giai đoạn 2027–29, chúng tôi kỳ vọng công suất vận hành thực tế sẽ tăng khoảng 24% mỗi năm, được đưa vào khai thác dần theo từng tầng kể từ cuối năm 2026. Lô heo thương phẩm đầu tiên gồm 20.000 con dự kiến cung ứng cho các tỉnh phía Nam và góp phần ổn định nguồn cung thịt heo vào cuối năm 2027. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu năm 2026/2027 sẽ tăng lần lượt 54,4%/24,9%.

Hình 8: Sản lượng nái và heo thương phẩm bán ra tăng mạnh, phản ánh các hoạt động M&A và mở rộng trang trại của công ty trong giai đoạn 2022–27F (đơn vị: con)

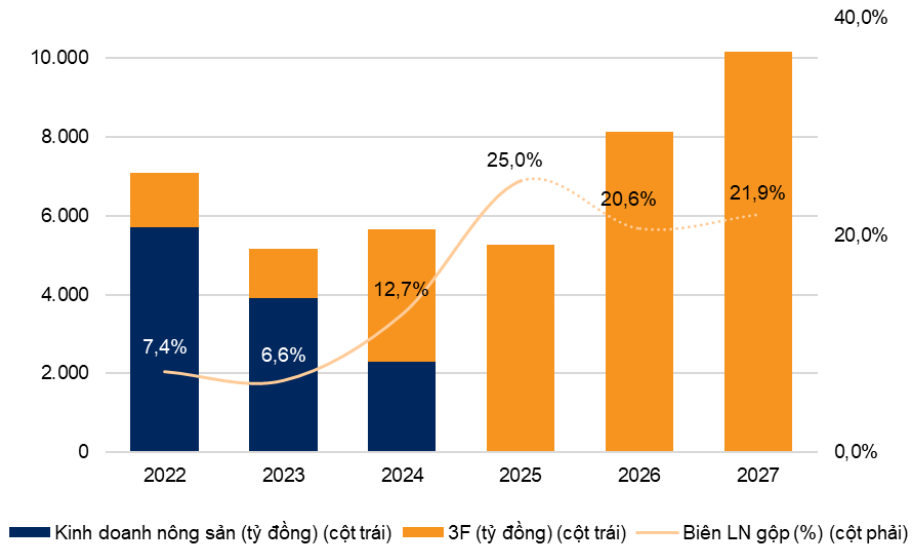


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Mảng 3F góp phần làm lợi nhuận tăng trưởng

Trong năm 2025, biên LN gộp của BAF mở rộng thêm 12,3 điểm % lên 25% nhờ loại bỏ mảng kinh doanh nông sản có biên LN gộp chỉ 1–2%. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận gộp năm 2025 tăng 83,6% svck lên 1.315 tỷ đồng. Chúng tôi dự phóng EBITDA năm 2026 sẽ tăng mạnh lên 1.063 tỷ đồng (+20,2% svck), được hỗ trợ bởi các trang trại mới mua lại và hiệu quả vận hành cải thiện sau quá trình tái cấu trúc sản xuất.

Hình 9: Dịch chuyển cơ cấu DT sang các mảng có biên LN cao hơn trong 2025–26

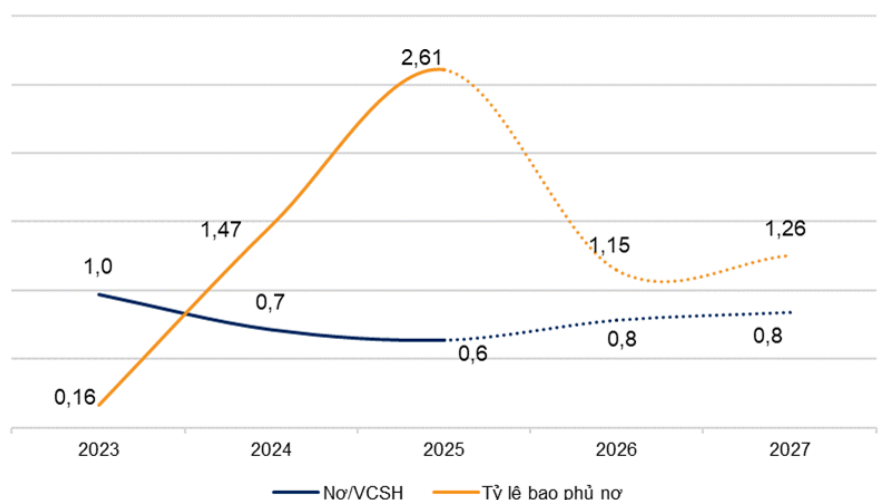


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Tăng trưởng LNST chậm hơn do biên lợi nhuận thu hẹp

Chúng tôi dự phóng LNST tăng 160,6% lên 692 tỷ đồng nhờ biên lợi nhuận ròng cải thiện 8,4 điểm %, thúc đẩy bởi biên LN gộp tốt hơn như đã đề cập. Trong năm 2026, các thương vụ M&A của BAF và giai đoạn đầu của tổ hợp trang trại heo cao tầng Muyuan tại Tây Ninh cần tổng capex 3 nghìn tỷ đồng, trong đó 50%–70% sẽ được tài trợ bằng vốn vay. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng chi phí lãi vay sẽ tăng 47,5% svck lên 407 tỷ đồng. Bên cạnh đó, chi phí khấu hao sẽ tăng 48% lên 393 tỷ đồng, góp phần làm biên lợi nhuận ròng thu hẹp 5 điểm % xuống còn 8,1%.

Hình 10: Đòn bẩy ở mức kiểm soát được và khả năng chi trả lãi vay duy trì tốt (2023–27)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Định giá: Nâng khuyến nghị lên **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu **37.200 đồng**

Chúng tôi nâng khuyến nghị từ trung lập lên khả quan sau diễn biến giá cổ phiếu tích cực, với mức tăng 16,3% lên 37.200 đồng, với tiềm năng tăng giá 11,7%

Định giá của chúng tôi dựa trên phương pháp kết hợp trọng số bằng nhau giữa DCF và EV/EBITDA. Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu tăng 11,7%, phản ánh các tác động từ:

- Mô hình DCF 8 năm: 1) Điều chỉnh giảm dự phóng EPS năm 2025 xuống 4,3% nhưng nâng dự phóng EPS năm 2026 thêm 4,9%. 2) Tăng WACC từ 7,5% lên 9,4% do điều chỉnh lãi suất phi rủi ro từ 2,63% lên 3,0% (dựa trên lợi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm tính đến ngày 31/12) và áp dụng phần bù rủi ro 8,35% theo cập nhật của [Damodaran](#) vào tháng 7/2025.

Tiềm năng tăng giá: 1) Nhu cầu đối với các sản phẩm thịt cao hơn kỳ vọng; và 2) BAF đẩy nhanh kế hoạch mở rộng trang trại để tăng sản lượng.

Rủi ro giảm giá: 1) Mức tiêu thụ thịt tại Việt Nam thấp hơn kỳ vọng; 2) tiến độ xây dựng các trang trại mới chậm hơn dự kiến; và 3) giá nguyên liệu đầu vào cho thức ăn chăn nuôi tăng nhanh hơn kỳ vọng.

Hình 11: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	42.396	50%	21.198
EV/EBITDA	32.000	50%	16.000
Giá trung bình (đ/cp)			37.198
Giá mục tiêu (đ/cp)			37.200

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Phương pháp EV/ EBITDA

EBITDA 2025 (tỷ đồng)	1.063
Hệ số EV/EBITDA mục tiêu (lần)	11,5
Tổng nợ (tỷ đồng)	(2.891)
Lợi ích cổ đông thiểu số (tỷ đồng)	(2)
Tiền và tương đương tiền (tỷ đồng)	344
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	9.681
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	305,9
Giá cổ phiếu (đ/cp)	32.000

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Giả định

Chi phí sử dụng vốn	
Beta	0,8
Phần bù rủi ro thị trường	8,4%
Lãi suất phi rủi ro	3,0%
Chi phí vốn CSH	9,9%
Chi phí sử dụng nợ	9,5%
Thuế DN	10,0%
WACC	9,4%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Giá mục tiêu (DCF)

Phương pháp DCF	Giá trị	Đơn vị
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	128	tỷ đồng
Giá trị hiện tại của năm cuối mô hình	15.709	tỷ đồng
Giá trị doanh nghiệp	15.837	tỷ đồng
Nợ ròng	(2.892)	tỷ đồng
Giá trị vốn CSH	12.971	tỷ đồng
SL cổ phiếu	306	triệu
Giá cổ phiếu	42.396	đồng/cp

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Định giá DCF – Tóm tắt dự phóng dòng tiền (FCF) (đơn vị: tỷ đồng)

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
EBIT	971	1.103	1.455	1.723	2.071	2.437	2.486	2.685
Khấu hao	266	393	864	1.246	1.322	1.401	1.486	1.576
Đầu tư tài sản cố định	(1.265)	(3.240)	(4.931)	(5.223)	(1.031)	(1.092)	(1.156)	(1.225)
Thay đổi vốn lưu động	(366)	423	(212)	285	(66)	(118)	(49)	(1.013)
Dòng tiền tự do doanh nghiệp	(422)	(1.369)	(2.865)	(2.016)	2.215	2.520	2.663	1.918
Giá trị năm cuối mô hình								31.060
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	(413)	(1.224)	(2.342)	(1.507)	1.514	1.575	1.522	1.002
Giá trị hiện tại của giá trị năm cuối mô hình								15.709

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 16: So sánh doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu ngày 5/11/2025)

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa	Doanh thu trượt 12T	svck	LN ròng trượt 12T	svck	D/E	ROE	P/Etrượt 12T	P/B	EV/EBITDA điều chỉnh
		Tr USD	Tr USD	%	Tr USD	%	%	%	x	x	x
Charoen pokphand foods PUB	Thái Lan	5.336	16.249	(3,0)	544	N/a	104,0	13,0	5,7	0,7	9,3
Thai union group PCL	Thái Lan	1.622	3.893	(1,0)	(346)	N/a	94,2	10,1	11,6	1,4	10,2
Tập đoàn Dabaco VN	Việt Nam	380	514	17,4	22	N/a	57,4	25,1	5,9	1,3	5,1
Masan MEATLife	Việt Nam	451	295	46,0	(23)	(165)	105	(7,4)	424,7	2,3	83,5
Hoàng Anh Gia Lai	Việt Nam	828	249	(16,1)	77	88,3	73,1	13,8	12,5	1,7	11,5
Henan Shuanghui Investment & D	Trung Quốc	12.584	8.034	(10,2)	635	(23,0)	(5,0)	25,6	17,4	4,4	N/A
Trung bình			4.872	5,5	152	(33)	71	13,4	79,7	2,0	23,9
Trung vị			2.204	(2,0)	50	(23,0)	83,6	13,4	12,1	1,5	10,2
CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam	Việt Nam	370	227	(0,1)	7,2	222,1	73,0	16,0	13,7	2,3	12,5

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 17: Phân tích độ nhạy của định giá

Tăng trưởng dài hạn (%)	Vốn chủ sở hữu							
		8,4%	8,9%	9,4%	9,9%	10,4%	10,9%	11,3%
1,5%		34.100	33.300	32.600	32.000	31.300	30.600	30.100
2,0%		35.700	34.900	34.200	33.500	32.700	32.000	31.500
2,5%		37.600	36.800	35.900	35.200	34.400	33.600	33.100
3,0%		39.800	38.900	38.000	37.200	36.300	35.500	34.900
3,5%		42.400	41.400	40.400	39.500	38.500	37.700	37.000
4,0%		45.400	44.300	43.200	42.300	41.200	40.200	39.500
4,5%		49.100	47.800	46.700	45.600	44.400	43.400	42.500

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Báo cáo kết quả kinh doanh

(Tỷ VND)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Doanh thu thuần	7.083	5.199	5.641	5.261	8.124	10.148	12.552
Kinh doanh nông sản	5.708	3.904	2.302	0	0	0	0
Chăn nuôi 3F	1.377	1.245	3.338	5.261	8.124	10.148	12.552
Giá vốn hàng bán	(6.558)	(4.856)	(4.924)	(3.946)	(6.448)	(7.923)	(9.871)
Lợi nhuận gộp	525	343	716	1.315	1.676	2.225	2.681
Chi phí quản lý DN	(88)	(100)	(137)	(196)	(311)	(442)	(557)
Chi phí bán hàng	(72)	(93)	(77)	(148)	(262)	(329)	(401)
LN hoạt động	366	151	502	971	1.103	1.455	1.723
Thu nhập tài chính	8	38	22	30	17	34	36
Chi phí tài chính	(31)	(155)	(222)	(276)	(407)	(576)	(668)
Thu nhập ròng khác	(6)	(10)	(6)	(6)	(9)	(11)	(14)
Thu nhập từ các công ty LDLK	1	0	0	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	338	23	296	719	704	901	1.077
Chi phí thuế	5	27	(31)	(28)	(49)	(40)	(47)
Lợi nhuận ròng	343	51	265	692	656	861	1.030

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VND)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Tiền & Tương đương tiền	151	95	149	29	279	103	133
Đầu tư tài chính ngắn hạn	100	327	291	316	162	812	753
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.314	890	189	684	1.057	1.320	1.633
Hàng tồn kho	882	1.593	2.156	1.728	2.823	3.469	4.322
Tài sản ngắn hạn khác	27	28	41	3	1	1	1
Tổng tài sản ngắn hạn	2.663	3.148	3.081	3.273	4.899	6.210	7.090
Tài sản cố định	889	1.430	2.370	3.369	6.216	10.283	14.260
Tổng tài sản đầu tư	30	-	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	570	864	1.080	1.102	1.102	1.102	1.102
Tổng tài sản	4.729	6.534	7.449	9.249	13.679	19.183	22.958
Nợ vay ngắn hạn	264	704	1.139	1.579	2.032	2.538	2.511
Phải trả người bán ngắn hạn	1.901	2.188	1.771	1.759	2.895	3.399	4.291
Phải trả ngắn hạn khác	63	33	64	1	812	1.015	1.255
Tổng nợ ngắn hạn	2.292	3.011	3.065	3.421	5.865	7.108	8.251
Nợ vay dài hạn	693	1.156	965	1.312	2.234	3.502	4.492
Phải trả dài hạn khác	2	458	483	1	2	1.177	1.072
Tổng nợ dài hạn	695	1.614	1.449	1.313	2.236	4.679	5.564
Tổng nợ	2.986	4.625	4.513	4.734	8.100	11.787	13.815
Vốn góp của chủ sở hữu	1.435	1.435	2.390	3.059	3.824	4.780	5.497
Lợi nhuận giữ lại	299	325	398	1.088	1.639	2.422	3.332
Lợi ích cổ đông thiểu số	9	11	10	12	116	194	314
Vốn chủ sở hữu	1.743	1.908	2.936	4.504	5.463	7.202	8.829
Tổng nợ và VCSH	4.729	6.534	7.449	9.249	13.679	19.183	22.958

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ VND)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Lợi nhuận trước thuế	339	25	406	717	600	823	957
Khấu hao	59	105	165	266	393	864	1.246
Thuế đã nộp	(18)	(58)	(25)	(28)	(49)	(40)	(47)
Các khoản điều chỉnh khác	68	156	244	240	449	902	1.319
Thay đổi vốn lưu động	(677)	(600)	(942)	(366)	423	(212)	285
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	(269)	(420)	(292)	591	1.472	1.512	2.560
Đầu tư TSCĐ	(504)	(1.012)	(798)	(1.265)	(3.240)	(4.931)	(5.223)
Thu từ thanh lý, nhượng bán TSCĐ	0	24	294	0	0	0	0
Các khoản khác	(70)	(180)	(91)	(457)	(152)	650	(58)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(4)	13	21	(445)	31	(137)	1.069
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT	(579)	(1.155)	(574)	(2.168)	(3.361)	(4.418)	(4.211)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	66	0	96	67	76	96	72
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0	0	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	758	1.381	215	787	1.374	1.774	963
Dòng tiền từ HĐ tài chính khác	0	0	(2)	0	0	0	0
Cổ tức	0	0	(4)	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC	758	1.519	919	1.456	2.139	2.731	1.680
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	241	151	95	149	29	279	103
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	(90)	(56)	54	(120)	250	(175)	29
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	151	95	149	29	279	103	133

Chỉ số tài chính

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Chỉ số định giá							
EPS (VND)	2.385	325	1.102	2.254	1.442	1.638	1.655
P/E	5,2	53,5	23,9	11,7	18,3	16,1	16,0
PEG 1 năm	-0,5	-0,6	0,0	0,2	1,1	0,9	0,8
P/S	0,4	0,7	1,1	1,5	1,2	1,2	1,2
P/B	1,0	1,3	2,1	1,8	1,8	1,8	1,6
Tỷ suất cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Chỉ số tăng trưởng							
Tăng trưởng doanh thu	-32,1%	-26,6%	8,5%	-6,7%	15,3%	12,8%	9,8%
Tăng trưởng LN gộp	7,8%	-34,7%	108,7%	83,6%	27,5%	32,8%	20,5%
Tăng trưởng LN ròng	-11,5%	-86,4%	464,4%	161,7%	-20,0%	42,0%	16,2%
Tăng trưởng EPS	-11,5%	-86,4%	238,9%	104,4%	-36,0%	13,6%	1,0%
Chỉ số hiệu quả sinh lời							
Biên LN gộp	7,4%	6,6%	12,7%	25,0%	20,6%	21,9%	21,4%
Biên EBITDA	6,0%	4,9%	11,8%	20,2%	16,3%	21,1%	22,3%
Biên LN hoạt động	5,2%	2,9%	8,9%	18,5%	14,3%	18,7%	19,3%
Biên LN ròng	4,8%	1,0%	4,7%	13,1%	5,4%	6,9%	6,3%
ROAA	6,1%	0,7%	3,2%	6,0%	4,0%	4,1%	4,4%
ROAE	23,9%	2,6%	9,7%	20,1%	15,2%	16,8%	18,7%
Chỉ số đòn bẩy							
Khả năng trả lãi vay (EBIT/Lãi vay)	9,3	0,2	1,5	2,6	1,1	1,3	1,2
EBITDA/(Lãi vay + CAPEX)	0,8	0,2	0,7	0,7	0,3	0,3	0,3
Nợ vay/ Vốn	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,4
Nợ vay/ VCSH	0,5	1,0	0,7	0,6	0,8	0,8	0,8
Nợ vay ròng/ VCSH	0,4	0,8	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7
Chỉ số hoạt động							
Vòng quay tổng tài sản	1,4	0,9	0,8	0,6	0,7	0,6	0,6
Vòng quay khoản phải thu	3,5	4,7	10,5	12,1	9,3	8,5	8,5
Số ngày phải thu	103,6	76,3	34,4	29,9	38,6	42,2	42,3
Vòng quay khoản phải trả	2,3	2,4	2,5	2,2	2,8	2,5	2,6
Số ngày phải trả	155,8	151,6	144,7	161,0	129,9	143,0	140,2
Vòng quay hàng tồn kho	6,7	3,9	2,6	2,0	2,8	2,5	2,5
Số ngày tồn kho	54,1	91,7	137,0	177,2	127,0	142,9	142,1
Chỉ số thanh khoản							
Hệ số thanh toán hiện hành	10,1	4,5	2,7	2,1	2,4	2,4	2,8
Hệ số thanh toán nhanh	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.

TRUNG LẬP Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới

KÉM KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

TÍCH CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TRUNG TÍNH Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TIÊU CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Hoàng Việt Phương – Giám đốc Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư

Email: phuong.hoangviet@vndirect.com.vn

Phạm Thị Bích Ngọc – Trưởng phòng

Email: ngoc.phambich@vndirect.com.vn

Đào Thị Hồng Anh – Chuyên viên phân tích

Email: anh.daohong@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Huyện Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

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