

CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam (BAF)

HÀNG TIÊU DÙNG

Trung Lập (Duy trì)

+14,7%

Giá hiện tại	VND31.050
Cao/Thấp nhất 52 tuần	VND32.700/ VND26.124
Giá mục tiêu	VND35.600
Giá mục tiêu trước đó	VND40.100
Consensus	
Tiềm năng tăng giá	14,7%
Tỷ suất cổ tức	0,0%
TSR	14,7%

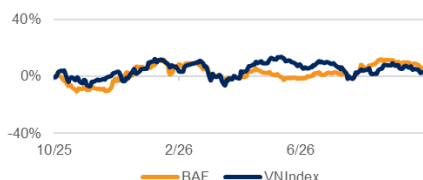
Triển vọng	Trung lập
Định giá	Trung lập
Phân tích kỹ thuật	Kém khả quan

Thị giá vốn (tr USD)	432,4
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	2,0
Sở hữu NN (tr USD)	200,2
Số CP lưu hành (tr)	364,8
Số CP sau pha loãng (tr)	364,8

	BAF	VNI
P/E trượt	16,8x	12,3x
P/B hiện tại	2,4x	2,0x
ROA	5,2%	2,6%
ROE	14,0%	16,5%

*dữ liệu ngày 05/10/2026

Diễn biến giá



Cơ cấu sở hữu

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

Tổng quan doanh nghiệp

Được thành lập năm 2017, BAF phát triển chuỗi giá trị chăn nuôi heo khép kín theo mô hình 3F (Feed – Farm – Food). Công ty vận hành 3 nhà máy thức ăn chăn nuôi với tổng công suất thiết kế 750.000 tấn/năm, cùng hệ thống hơn 40 trang trại và quy mô đàn heo khoảng 900.000 con, nằm trong top 5 công ty chăn nuôi lớn nhất Việt Nam.

Chuyên viên phân tích:



Đào Hồng Anh

anh.daohong@vndirect.com.vn

Doanh thu tăng mạnh nhờ mở rộng sản xuất

- Chúng tôi giữ khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu 35.600 đồng/ cổ phiếu với tiềm năng tăng giá 14,7%.
- Giá mục tiêu giảm 11,2% so với dự phóng trước do chúng tôi điều chỉnh giả định WACC và tăng số lượng cổ phiếu lưu hành sau đợt phát hành cổ phiếu vào tháng 6.
- BAF đang giao dịch ở mức P/E trượt 16,8x và P/B 2,4x, cao hơn VN-Index (12,3x và 2,0x) hỗ trợ bởi tăng trưởng doanh thu 6T26.

Điểm nhấn tài chính

- Chúng tôi dự phóng doanh thu 2026 tăng mạnh 67,9% svck lên 8.461 tỷ đồng, nhờ sản lượng heo thương phẩm bán ra tăng 63% svck và giá bán heo hơi tăng 5% svck.
- Biên LN gộp mẫn heo hơi mở rộng 5,2 điểm % lên 18,8%, chủ yếu mở rộng quy mô sản xuất, tối ưu hóa quy trình.
- Biên LN ròng dự phóng đạt 8,0%/9,2% trong năm 2026/27, tương ứng LNST 675 và 1.260 tỷ đồng.

Luận điểm đầu tư

Dự phóng giá heo hơi cả năm tăng svck

Giá heo hơi toàn quốc từ đầu năm đến nay giao động ~65.500 đồng/kg cao hơn mức trung bình 5 năm. Chúng tôi dự phóng giá bán heo hơi tiếp tục giảm trong đầu Q4 và bật tăng trở lại cuối Q4/26 đầu Q1/27 do nhu cầu mùa lễ hội tăng cao. Kỳ vọng bình quân giá heo của BAF năm 2026 tăng 5% svck nhưng vẫn thấp hơn mặt bằng thị trường 62.000 đồng/kg. Theo đó, chúng tôi dự phóng doanh thu 2026/27 đạt 8.461/13.709 tỷ đồng (+67,9%/+62% svck).

Kế hoạch mở rộng đàn thúc đẩy sản lượng bút phá trong 2026-27

BAF đưa vào vận hành ba trại Tây An Khánh, Phú Yên 2 và Trường Lộc trong Q1/26, nâng công suất lên ~720.000 heo thịt và 69.000 heo nái, hoàn thành 100% kế hoạch mở rộng 2026 và ghi nhận doanh thu từ Q3/2026. Chúng tôi ước tính tổng đàn tăng 35,9% so với cuối năm 2025, với sản lượng heo thương phẩm bán ra ~1,2 triệu con trong 2026 (+63% svck). Sang 2027, trại Khôi Dương và 4 cụm trại đang đầu tư có thể đi vào hoạt động nâng đàn nái lên hơn 110.000 con và công suất heo thịt lên ~1,2 triệu con. Chúng tôi kỳ vọng BAF hoàn thành chiến lược mở rộng nhờ năng lực thực thi của ban lãnh đạo.

Mở rộng quy mô kinh doanh giúp cải thiện biên LN gộp

Các trại mới dần đạt công suất tối ưu, cùng lợi thế tự chủ nguồn cám trong chuỗi Feed – Farm – Food, hỗ trợ cải thiện biên LN gộp cải thiện. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy rủi ro giá nguyên liệu biến động mạnh do xung đột tại eo biển Hormuz từ đầu năm 2026. Do đó chúng tôi dự phóng biên LN gộp mẫn heo giảm 1,3 điểm % sv dự phóng trước nhưng cải thiện 5,2 điểm % svck lên 18,8% trong 2026.

Biên LN gộp tăng hỗ trợ biên LN ròng giai đoạn 2026-27

Chúng tôi dự phóng chi phí BH&QLDN dự phóng tăng 76,3% svck lên 575,1 tỷ đồng do mở rộng công suất và chi phí logistics biến động, khiến tỷ lệ chi phí BH&QLDN/DT tăng 0,3 điểm % svck lên 6,8%. Tuy nhiên biên LN gộp cải thiện bù đắp áp lực này giúp biên LN ròng tăng 5,5 điểm % lên 8,0% năm 2026 và 9,2% năm 2027.

	2024	2025	2026	2027
Tăng trưởng DT thuần	8,5%	(10,7%)	67,9%	62,0%
Tăng trưởng EPS	621,8%	(68,6%)	344,6%	86,6%
Biên lợi nhuận gộp	12,7%	13,5%	18,8%	19,9%
Biên LN ròng	5,7%	2,5%	8,0%	9,2%
P/E (x)	26,6	84,6	19,0	10,2
Rolling P/B (x)	2,9	2,6	2,7	2,1
ROAE	13,2%	3,6%	15,2%	22,8%
Nợ ròng trên VCSH	66,4%	88,8%	89,0%	131,6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

KQKD Q2/26: Mở rộng quy mô thúc đẩy doanh thu nhưng áp lực lên LN

Hình 1: KQKD Q2/26

Tỷ đồng	Q2/26	Q2/25	svck	6T26	svck	% dự phóng
Doanh thu từ mảng heo	2.137	1.387	54,1%	3.899	55,3%	48,0%
Lợi nhuận gộp	346	316	9,4%	797	31,4%	60,6%
Chi phí BH&QLDN	87	49	76,3%	225	62,7%	39,2%
Doanh thu tài chính ròng	-134	-60	121,6%	(236)	90,8%	60,6%
LNTT	110	212	-48,1%	322	-9,0%	45,7%
LNST	105	209	-50,0%	311	-9,3%	47,4%
Doanh số heo thịt (nghìn con)	292	170	71,8%	532	61,2%	48,4%
Biên LN gộp	16,2%	22,8%	-6,6 điểm %	20,5%	-3,7 điểm %	
Biên LN ròng	4,9%	15,1%	-10,2 điểm %	8,0%	-5,7 điểm %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Doanh thu tăng mạnh nhờ sản lượng heo bán ra

Doanh thu Q2/26 tăng 54,1% svck lên 2.137 tỷ đồng, chủ yếu nhờ sản lượng heo bán ra tăng 71,8% svck lên 292 nghìn con, phản ánh kết quả từ quá trình mở rộng quy mô đàn và công suất chăn nuôi. Đà tăng sản lượng bù đắp tác động từ giá bán heo hơi bình quân giảm svck, dao động khoảng 63.000–65.000 đồng/kg, trong bối cảnh nguồn cung trong nước phục hồi khi hoạt động tái đàn dần trở lại bình thường.

Giá nguyên liệu TACN tăng gây áp lực lên biên lợi nhuận gộp

Lợi nhuận gộp Q2/26 đạt 346 tỷ đồng (+9,4% svck), thấp hơn đáng kể so với mức tăng doanh thu. Theo đó, biên lợi nhuận gộp thu hẹp 6,6 điểm % svck xuống 16,2%, chủ yếu do giá nguyên liệu đầu vào TACN tăng mạnh từ đầu năm, trong bối cảnh căng thẳng địa chính trị tại Trung Đông làm gia tăng chi phí hàng hóa và logistics.

Chi phí hoạt động và tài chính gia tăng trong giai đoạn mở rộng

Chi phí BH&QLDN tăng 76,3% svck lên 87 tỷ đồng, chủ yếu do chi phí nhân viên bán hàng tăng 84,7% khi doanh nghiệp mở rộng quy mô hoạt động.

Đồng thời, chi phí tài chính thuần tăng 121,6% svck lên 134 tỷ đồng, chủ yếu do chi phí lãi vay tăng 136,4% và chi phí phát hành trái phiếu tăng 135,4%. Diễn biến này phản ánh nhu cầu huy động vốn và gánh nặng chi phí tài chính gia tăng trong quá trình mở rộng hệ thống trang trại và công suất chăn nuôi.

LNST giảm mạnh so với cùng kỳ, kết quả 6T26 phù hợp dự phóng

LNST Q2/26 giảm 50,0% svck xuống 105 tỷ đồng, dù doanh thu tăng mạnh, do chi phí hoạt động, tài chính gia tăng. Biên lợi nhuận ròng giảm 10,2 điểm % svck xuống 4,9%.

Lũy kế 6T26, LNST đạt 311 tỷ đồng, giảm 9,3% svck và hoàn thành 48,4% dự phóng cả năm của chúng tôi.

Triển vọng 2026/27: Ghi nhận lợi nhuận tích cực từ việc tái cấu trúc kinh doanh

Hình 2: Dự phóng KQKD giai đoạn 2026-27

(Tỷ đồng)	Thực tế	Dự phóng cũ		Dự phóng mới		svck		Nhận xét
	2025	2026	2027	2026	2027	2026	2027	
Doanh thu thuần	5.038	7.991	12.334	8.461	13.709	67,9%	62,0%	Nâng dự phóng doanh thu do tăng sản lượng heo bán ra trong khi giữ nguyên giá định giá bán heo
Lợi nhuận gộp	682	1.605	2.561	1.594	2.724	133,7%	71,0%	
Biên LN gộp	13,5%	20,1%	20,8%	18,8%	19,9%	6,5 điểm %	1,0 điểm %	Giảm dự phóng biên LN gộp 1,3 điểm % so với dự phóng trước do lo ngại diễn biến phức tạp của giá nguyên liệu đầu vào
Chi phí BH và QLDN	(326)	(543)	(845)	(575)	(939)	76,3%	63,3%	
% CP BH&QLDN/DT	6,5%	6,8%	6,9%	6,8%	6,9%	0,3 điểm %	0,1 điểm %	
EBIT	356	659	1.118	608	1.152	71,1%	89,3%	
Biên EBIT	1,7%	8,2%	9,1%	7,2%	8,4%	5,5 điểm %	1,2 điểm %	
Chi phí tài chính	(291)	(411)	(602)	(419)	(637)	44,1%	52,1%	
Chi phí lãi vay	(258)	(411)	(602)	(419)	(637)	62,4%	52,1%	Tăng dự phóng chi phí lãi vay để phù hợp với hoạt động vay vốn mở rộng sản xuất của doanh nghiệp
Chi phí thuế	45	102	173	95	178	111,7%	88,4%	
LN trước thuế	100	680	1.150	631	1.188	531,6%	88,4%	
Biên LNTT	2,0%	8,5%	9,3%	7,5%	8,7%	5,5 điểm %	1,2 điểm %	
Lợi nhuận ròng	127	723	1.217	676	1.262	432,1%	86,6%	
Biên LN ròng	2,5%	9,1%	9,9%	8,0%	9,2%	5,5 điểm %	1,2 điểm %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Mở rộng sản lượng là động lực chính thúc đẩy doanh thu

Chúng tôi dự phóng doanh thu BAF năm 2026/27 đạt 8.461/13.709 tỷ đồng (+67,9%/+62% svck), nhờ: 1) giá bán heo hơi bình quân tăng 5% svck; và 2) sản lượng heo bán ra được bổ sung từ các trang trại M&A, nâng tổng sản lượng lên ~1,2 triệu con (+63% svck).

Giá bán heo hơi cả năm dự kiến tăng so với cùng kỳ

Từ đầu năm đến nay, giá heo hơi toàn quốc duy trì ở mức bình quân ~65.500 đồng/kg. Trong quý 3, giá điều chỉnh nhẹ về quanh 60.000 đồng/kg khi lượng heo xuất chuồng tăng trở lại. Chúng tôi dự phóng giá tiếp tục giảm nhẹ trong Q4/26 trước khi bật tăng vào cuối Q4/26 và Q1/27 nhờ nhu cầu tiêu thụ cao trong mùa lễ hội.

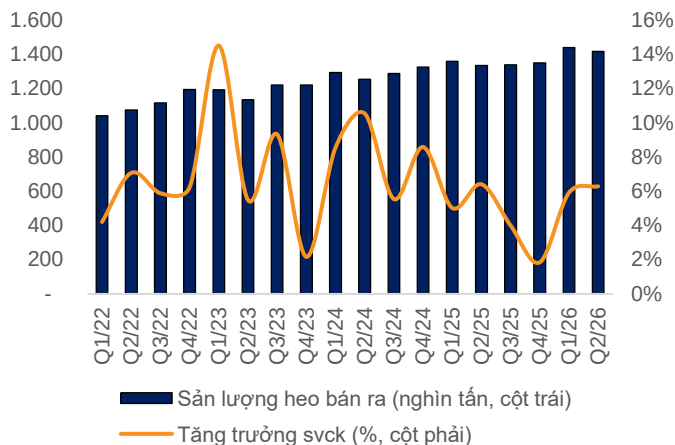
Với BAF, chúng tôi ước tính giá bán heo hơi bình quân năm 2025 ở ~59.000 đồng/kg, thấp hơn mức ~64.200 đồng/kg của thị trường. Do đó, chúng tôi giữ nguyên dự phóng giá bán năm 2026 ở 62.000 đồng/kg (+5% svck), thấp hơn so với mặt bằng giá thị trường, dựa trên: 1) giá heo hơi bình quân từ đầu năm đến nay cao hơn svck; và 2) theo USDA, tiêu thụ thịt heo tại Việt Nam năm 2026 tiếp tục tăng, đạt 4,13 triệu tấn (+3% svck), trong khi đà tăng dần diễn ra chậm.

Các trại M&A bắt đầu đóng góp những lứa heo đầu tiên

Trong Q1/26, BAF hoàn tất M&A và đưa vào vận hành các trại Tây An Khánh, Phú Yên 2 và Trường Lộc, nâng tổng công suất lên ~720.000 heo thịt và 69.000 heo nái, hoàn thành 100% kế hoạch mở rộng công suất năm 2026, tổng đàn tăng 35,9% so với cuối năm 2025. Các trại này bắt đầu xuất bán những lứa heo đầu tiên từ Q3/26, nhờ đó, chúng tôi dự phóng sản lượng heo thương phẩm cả năm đạt ~1,2 triệu con (+63% svck).

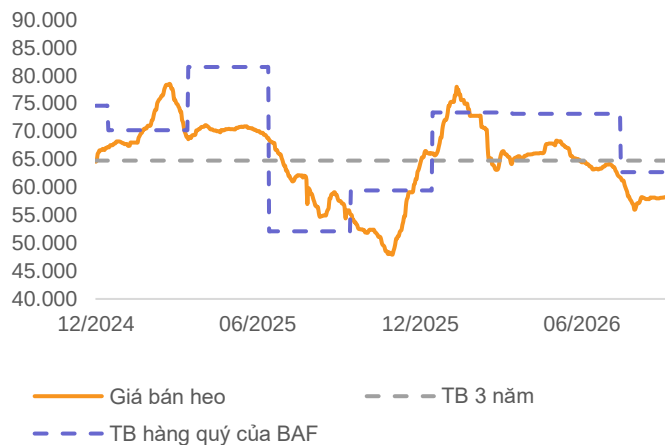
Trong Q3/26, BAF tiếp tục đầu tư vào trại Khôi Dương và 4 cụm trại trải dài từ miền Trung đến miền Nam. Dự kiến đi vào hoạt động từ 2027, các trại này có thể nâng quy mô đàn nái lên hơn 110.000 con (từ 69.000 con, +59% svck) và công suất heo thịt lên ~1,2 triệu con (từ ~720.000 con, +67% svck). Chúng tôi kỳ vọng BAF hoàn thành chiến lược mở rộng, dựa trên năng lực thực thi của ban lãnh đạo.

Hình 3: Sản lượng heo xuất chuồng cả nước qua các quý tiếp tục duy trì ở mức tăng ~6% svck



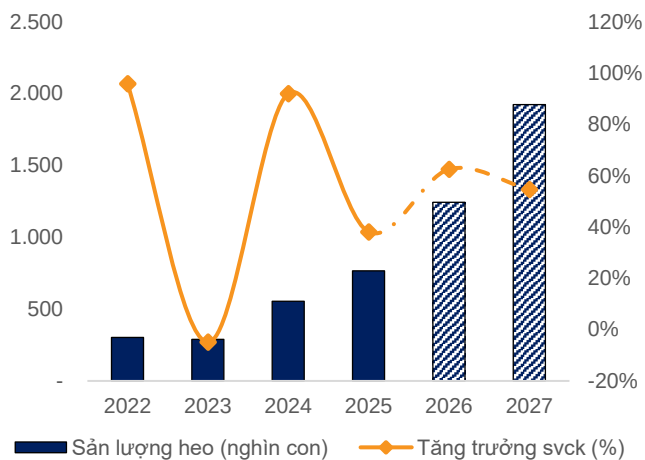
Nguồn: Tổng cục thống kê, VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Tương quan giữa giá heo hơi toàn quốc và BAF (đồng/kg)



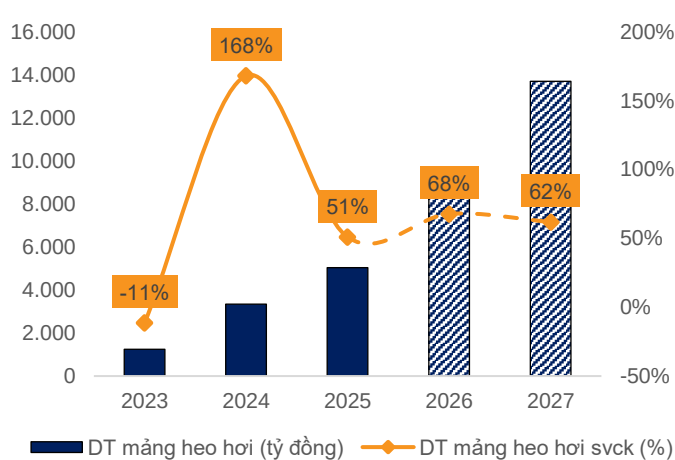
Nguồn: Anova Feed, VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 5: Kế hoạch tăng trưởng mạnh sản lượng heo của BAF



Nguồn: Tổng cục thống kê, VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: Tăng trưởng doanh thu chủ yếu đến từ tăng trưởng sản lượng



Nguồn: Anova Feed, VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Đẩy mạnh thương hiệu Anfarm tại kênh bán lẻ hiện đại

Bên cạnh đó, việc phân phối thịt heo thương hiệu Anfarm – thịt ủ mát – đến các kênh siêu thị như SibaFood, Go! Việt Nam, Aeon, Aeon Maxvalu, Vitalmart, G'mart, Home Farm... giúp tăng độ nhận diện thương hiệu và đưa sản phẩm đến gần hơn với người tiêu dùng. Theo ban lãnh đạo, kênh siêu thị chịu mức chiết khấu 25%-28% nên chủ yếu phục vụ xây dựng thương hiệu, còn hiệu quả kinh doanh đến từ hệ thống SIBA.MART (giúp giảm 10%-12% chi phí trung gian). Sau đợt khai trương đồng loạt và tái nhận diện vào tháng 5/2026, SIBA.MART đã mở 24 cửa hàng (12 tại TP.HCM, 6 tại Nghệ An và 6 tại Hà Nội), hướng tới mục tiêu 100 cửa hàng trong năm 2026 và 500 cửa hàng vào năm 2030.

Mảng Food đã tăng tỷ trọng từ 5% lên 13% tổng doanh thu và dự kiến đạt 20% trong năm 2026. Chúng tôi kỳ vọng độ nhận diện thương hiệu từ kênh siêu thị

sẽ thúc đẩy lưu lượng về các kênh bán lẻ trực tiếp, qua đó hỗ trợ doanh thu và biên lợi nhuận của BAF.

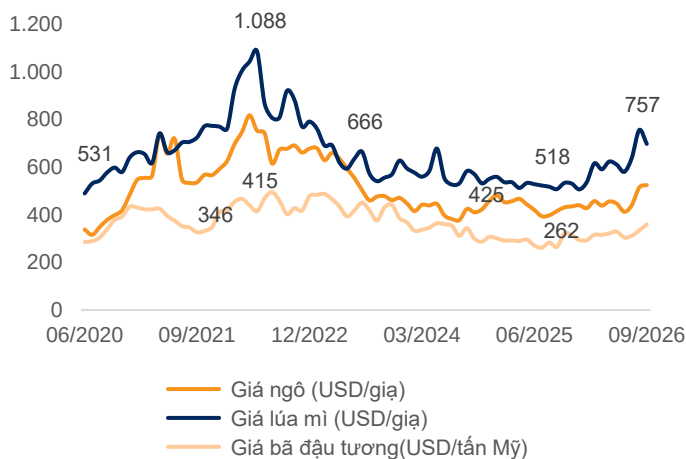
Quy mô sản xuất lớn hơn hỗ trợ biên lợi nhuận của doanh nghiệp

Xung đột tại eo biển Hormuz tiếp tục diễn biến phức tạp tác động gián tiếp lên giá nguyên liệu đầu vào

Căng thẳng tại eo biển Hormuz chưa hạ nhiệt, gián tiếp đẩy giá nguyên liệu đầu vào TACN tăng mạnh: ngô +17%, lúa mì +13,6% và đậu tương +49% so với đầu năm. Dù BAF có cơ chế phòng hộ giá nguyên liệu 3-6 tháng, chúng tôi vẫn hạ dự phóng biên LN gộp so với kỳ trước do áp lực chi phí tăng cao.

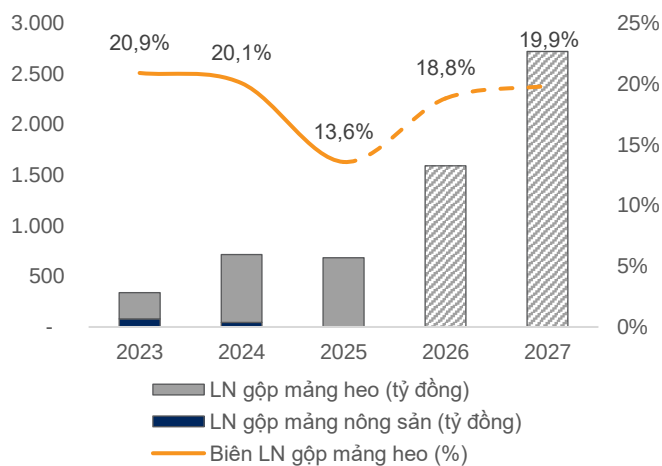
Chúng tôi nâng giả định giá TACN năm 2026 lên ~6% svck, tương ứng giá vốn hàng bán tăng ~3% svck. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng giá heo hơi trung bình duy trì trên 60.000 đồng/kg, bù đắp phần nào chi phí tăng thêm. Theo ước tính của chúng tôi, giá TACN tăng 6% làm giảm ~1,2 điểm %, trong khi giá heo hơi tăng 5% giúp mở rộng ~3,8-4,0 điểm %.

Hình 7: Giá nguyên liệu đầu vào TACN tiếp tục neo cao do chịu tác động gián tiếp từ xung đột tại Trung Đông



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 8: Mở rộng sản xuất hỗ trợ doanh thu và biên LN gộp



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Bên cạnh đó, việc mở rộng quy mô, với sản lượng heo thương phẩm dự phóng tăng ~63% svck trong 2026, giúp các trại mới dần đạt công suất tối ưu, qua đó phần nào cải thiện biên LN gộp của công ty.

Theo đó, chúng tôi dự phóng biên LN gộp mảng heo hơi của BAF cải thiện 5,2 điểm % svck lên 18,8% nhưng giảm 1,3 điểm % so với dự phóng trước trong năm 2026.

Lợi nhuận gộp cải thiện hỗ trợ lợi nhuận ròng tăng trưởng

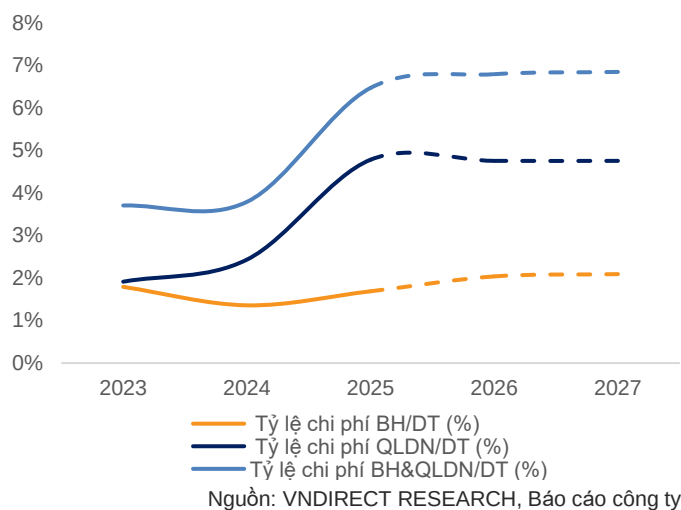
Trong năm 2026, chúng tôi dự phóng doanh thu của BAF tăng 67,9% svck lên 8.461 tỷ đồng, trong khi chi phí BH&QLDN tăng 76,3% svck lên 575,1 tỷ đồng, chủ yếu do kế hoạch mở rộng công suất sản xuất và chi phí logistics biến động mạnh từ tác động gián tiếp của căng thẳng tại Trung Đông. Theo đó, tỷ lệ BH&QLDN/doanh thu mở rộng 0,3 điểm % lên 6,8%.

Bên cạnh đó, chi phí tài chính dự phóng tăng 62% svck lên 419 tỷ đồng, chủ yếu do chi phí lãi vay tăng để tài trợ mở rộng công suất, tương ứng 5% doanh thu.

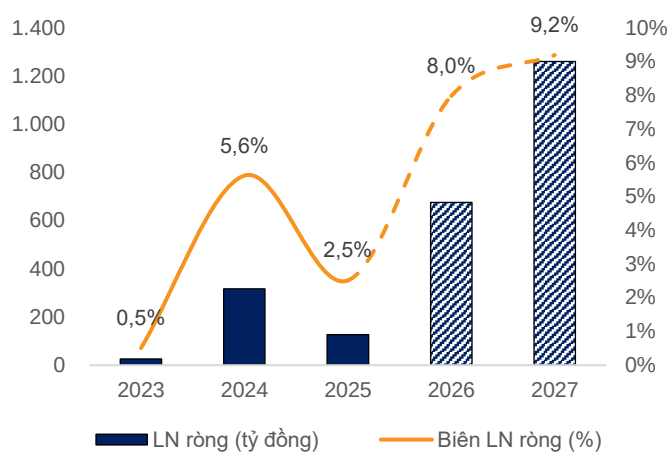
Tuy nhiên, nhờ biên LN gộp cải thiện mạnh svck, chúng tôi dự phóng biên LN ròng tăng ~5,5 điểm % lên 8,0% trong năm 2026 và tiếp tục lên 9,2% trong năm

2027. Về giá trị tuyệt đối, chúng tôi dự phóng LNST đạt 675 tỷ đồng năm 2026 (+433,5% svck) – phù hợp với dự phóng của doanh nghiệp và 1.260 tỷ đồng năm 2027 (+86,6% svck).

Hình 9: Dự phóng tỷ lệ chi phí BH&QLDN/DT tăng do hoạt động mở rộng của doanh nghiệp



Hình 10: Biên LN góp cải thiện, hỗ trợ mở rộng biên LN ròng



Định giá: Giữ khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu 35.600 đồng/cp

Chúng tôi giảm giá mục tiêu 11,2% so với dự phóng trước, xuống 35.600 đồng/cổ phiếu, nhằm phản ánh tác động từ đợt phát hành cổ phiếu trong tháng 6 năm 2026 và cập nhật các giả định định giá. Giá mục tiêu được xác định bằng phương pháp kết hợp DCF và EV/EBITDA với trọng số bằng nhau:

- Mô hình DCF 8 năm: Chúng tôi điều chỉnh WACC khi nâng lãi suất phi rủi ro từ 3,6% lên 4,4% (dựa trên lợi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm) và giảm ERP từ 8,13% xuống 7,92% theo [Mô hình Damodaran](#) cập nhật ngày 1/7/2026.
- Định giá EV/EBITDA: EV/EBITDA bằng trung bình ngành (13,9x) của các công ty chăn nuôi tại thị trường châu Á.

Giá mục tiêu 35.600 đồng/cổ phiếu chưa phản ánh đợt chào bán cho cổ đông hiện hữu theo tỷ lệ 9:1, với giá phát hành 15.000 đồng/cổ phiếu trong đợt tới của công ty. Giả định toàn bộ cổ phiếu chào bán được phân phối thành công, chúng tôi ước tính giá mục tiêu sau điều chỉnh tương ứng khoảng 33.500 đồng/cổ phiếu.

Hình 11: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	36.176	50%	18.088
EV/EBITDA	35.000	50%	17.500
Giá trung bình (đồng/cp)			35.588
Giá mục tiêu làm tròn (đồng/cp)			35.600

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Định giá theo hệ số (EV/EBITDA)

EBITDA 2026 (tỷ đồng)	1.273
Hệ số EV/EBITDA mục tiêu (lần)	13,9
Tổng nợ ròng (tỷ đồng)	(5.124)
Lợi ích cổ đông thiểu số (tỷ đồng)	(1)
Tiền và tương đương tiền (tỷ đồng)	106
Giá trị VCSH (tỷ đồng)	12.697
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	364,8
Giá cổ phiếu (đồng/cp)	35.000

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Các giả định

Chi phí sử dụng vốn	
Beta	0,8
Phản bù rủi ro thị trường	7,9%
Lãi suất phi rủi ro	4,4%
Chi phí VCSH	10,9%
Chi phí sử dụng nợ	10,0%
Thuế DN	15,0%
WACC	9,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Giá mục tiêu

Phương pháp DCF (Tỷ đồng)	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	3.385
Giá trị hiện tại của năm cuối mô hình	14.832
Giá trị doanh nghiệp	18.217
Tiền và tương đương tiền	106
Tổng nợ	(5.124)
Giá trị VCSH	13.198
SL cổ phiếu (triệu)	365
Giá cổ phiếu (đồng/cp)	36.176

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Định giá DCF – Tóm tắt dòng tiền tự do (FCF)

(Tỷ đồng)	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
EBIT	1.019	1.785	3.526	6.540	10.156	15.830	24.751	39.054
+ Khấu hao	255	451	720	940	1.869	3.467	6.229	10.654
- Đầu tư tài sản cố định	(254)	(5.742)	(8.268)	(7.588)	(13.001)	(22.378)	(38.664)	(61.954)
Thay đổi vốn lưu động	1.638	1.736	53	3.028	3.759	5.912	9.596	15.599
Dòng tiền tự do doanh nghiệp	2.562	(1.949)	(4.335)	2.446	2.048	2.262	1.051	2.003
Giá trị năm cuối mô hình								30.925
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	2.504	(1.736)	(3.522)	1.812	1.383	1.393	590	1.026
Giá trị hiện tại của giá trị năm cuối mô hình								15.837

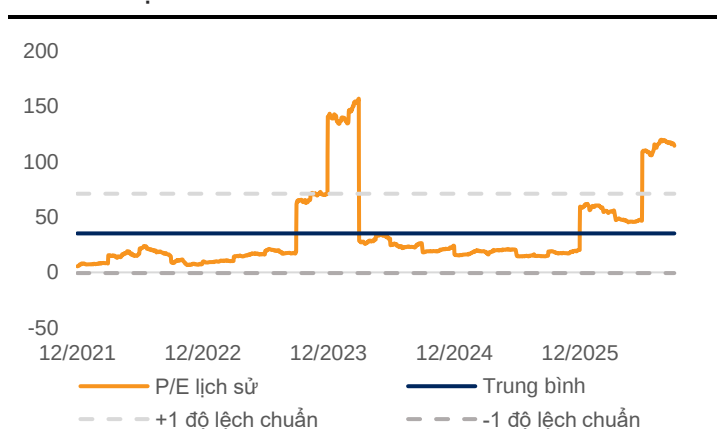
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Phân tích độ nhạy của các giả định định giá (đồng/cổ phiếu)

Tăng trưởng dài hạn	Chi phí vốn							
		9,4%	9,9%	10,4%	10,9%	11,4%	11,9%	12,4%
	1,5%	31.600	31.600	31.600	31.600	31.600	31.600	31.600
	2,0%	32.800	32.800	32.800	32.800	32.800	32.800	32.800
	2,5%	34.100	34.100	34.100	34.100	34.100	34.100	34.100
	3,0%	35.600	35.600	35.600	35.600	35.600	35.600	35.600
	3,5%	37.300	37.300	37.300	37.300	37.300	37.300	37.300
	4,0%	39.400	39.400	39.400	39.400	39.400	39.400	39.400
	4,5%	41.900	41.900	41.900	41.900	41.900	41.900	41.900

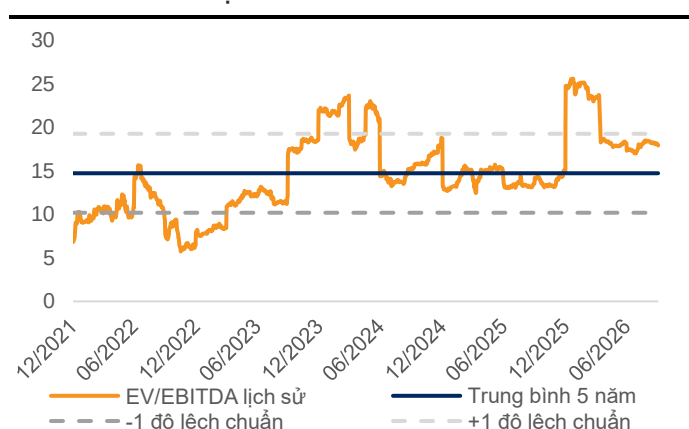
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: P/E lịch sử 5 năm



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 18: EV/EBITDA lịch sử 5 năm



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 19: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu tại ngày 5/10/2026)

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa	Doanh thu trượt 12T	svck	LN ròng trượt 12T	svck	D/E	ROE	P/E trượt 12T	P/B	EV/EBITDA
		Triệu USD	Triệu USD	%	Triệu USD	%	x	%	x	x	x
Charoen pokphand foods PUB	Thái Lan	5.089	17.519	(3,4)	544,7	(49,5)	2,0	6,7	11,2	0,7	11,3
Thai Union Group PCL	Thái Lan	1.420	4.213	1,8	181,3	(1,2)	142,2	10,3	11,9	1,2	10,7
Tập đoàn Dabaco VN	Việt Nam	255	631	8,8	43,9	(26,3)	85,0	14,4	6,0	0,8	4,9
Masan MEATLife	Việt Nam	346	194	20,7	23,8	1.982,2	78,6	11,9	15,3	1,8	14,1
Vietnam Livestock Corp JSC	Việt Nam	95	129	5,2	1	(64,3)	1,1	(0,4)	125,7	0,7	26,2
Wellhope Foods Co Ltd	Trung Quốc	855	5.074	10,6	19,7	6,7	82,2	2,7	35,2	1,0	25,7
Trung bình		1.343	4.670	6,6	127,3	307,9	65,3	6,7	34,2	1,0	13,9
Trung vị		601	2.422	6,0	33,9	(13,8)	80,9	8,5	13,6	0,8	12,7
CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam	Việt Nam	436	245	15,9	3,6	(81,5)	154,3	3,2	126,8	2,7	24,1

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, BÁO CÁO CÔNG TY

Tiềm năng tăng giá và rủi ro giảm giá

Tiềm năng tăng giá: 1) BAF đẩy nhanh kế hoạch mở rộng trang trại để tăng sản lượng; và 2) Giá heo tăng cao hơn dự phóng do thiếu hụt nguồn cung.

Rủi ro giảm giá: 1) Tiến độ xây dựng các trang trại mới chậm hơn dự kiến; và 2) giá nguyên liệu đầu vào cho thức ăn chăn nuôi tăng nhanh hơn dự phóng.

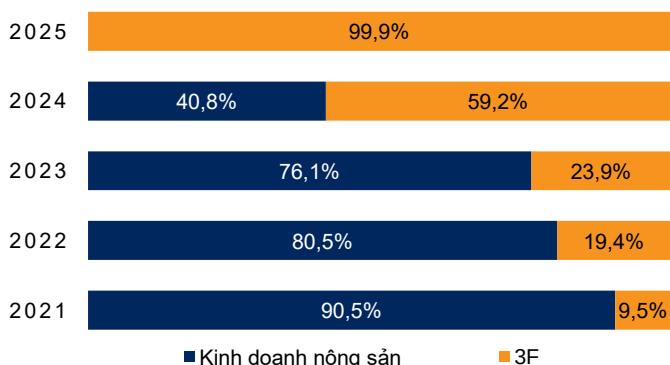
Phụ lục 1: Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam (BAF) được thành lập vào tháng 4/2017 với vốn điều lệ ban đầu là 30 tỷ đồng. BAF được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP Hồ Chí Minh từ tháng 12 năm 2021.

Hoạt động kinh doanh của BAF ban đầu tập trung vào kinh doanh nông sản tuy nhiên đến tháng 3 năm 2019, 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.

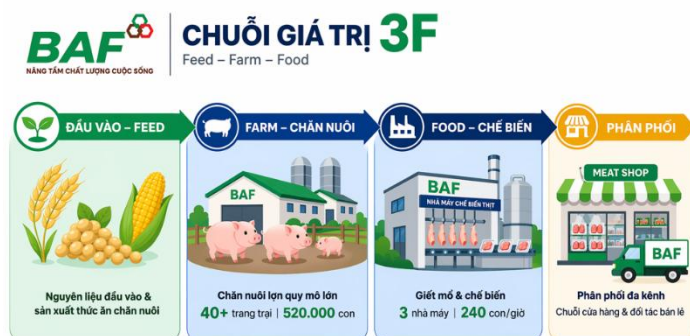
BAF là một mảnh ghép trong hệ sinh thái của Tập đoàn Tân Long - đơn vị dẫn đầu về nhập khẩu nguyên liệu thức ăn chăn nuôi tại Việt Nam. Tân Long không chỉ kinh doanh nông sản mà còn đầu tư chuỗi giá trị khép kín của ngành chăn nuôi. BAF là chìa khóa để Tập đoàn Tân Long thực hiện mô hình 3F. Nhờ sự hỗ 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 20: Từ 2025 doanh nghiệp tập trung vào mảng 3F



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 21: Chuỗi giá trị 3F của công ty



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Phụ lục 2: Dự phóng tài chính

Báo cáo kết quả kinh doanh

(Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Doanh thu thuần	7.083	5.199	5.641	5.038	8.461	13.709	25.121
Chăn nuôi 3F	1.404	1.245	3.339	5.042	8.461	13.709	25.121
Kinh doanh nông sản	5.708	3.935	2.302	-	-	-	-
Giá vốn hàng bán	(6.558)	(4.856)	(4.924)	(4.356)	(6.867)	(10.985)	(19.912)
Lợi nhuận gộp	525	343	716	682	1.594	2.724	5.209
Chi phí quản lý DN	(88)	(100)	(137)	(240)	(403)	(652)	(1.157)
Chi phí bán hàng	(72)	(93)	(77)	(85)	(173)	(287)	(526)
LN HĐ trước thuế và lãi vay	366	151	502	356	1.019	1.785	3.526
Thu nhập tài chính	8	38	22	22	9	4	9
Chi phí tài chính	(31)	(155)	(222)	(291)	(419)	(637)	(1.168)
Thu nhập ròng khác	(4)	(7)	214	29	(48)	(78)	(143)
Thu nhập từ các công ty LDLK	1	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	338	25	406	100	631	1.188	2.432
Thu nhập/Chi phí thuế	(51)	6	(87)	27	46	74	136
Lợi nhuận ròng	287	30	319	127	676	1.262	2.568

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Tiền & Tương đương tiền	151	95	149	365	106	116	528
Đầu tư tài chính ngắn hạn	100	327	291	478	803	1.097	1.507
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.314	890	189	83	140	227	415
Hàng tồn kho	882	1.593	2.156	2.726	4.139	6.621	12.002
Tài sản ngắn hạn khác	27	28	41	63	106	158	264
Tổng tài sản ngắn hạn	2.663	3.148	3.081	4.342	6.304	11.733	20.078
Tài sản cố định	889	1.430	2.370	3.312	2.644	4.014	5.690
Tổng tài sản đầu tư	30	-	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	570	864	1.080	1.587	1.587	1.587	7.034
Tổng tài sản	4.729	6.534	7.449	10.780	12.994	19.363	33.607
Nợ vay ngắn hạn	264	704	1.139	2.179	2.538	4.113	7.536
Phải trả người bán ngắn hạn	1.901	2.188	1.771	1.992	2.352	3.160	6.546
Phải trả ngắn hạn khác	63	33	64	40	67	108	198
Tổng nợ ngắn hạn	2.292	3.011	3.065	4.332	5.160	7.711	14.885
Nợ vay dài hạn	693	1.156	965	1.798	1.861	4.230	7.485
Phải trả dài hạn khác	2	458	483	586	1.153	1.175	2.153
Tổng nợ dài hạn	695	1.614	1.449	2.384	3.014	5.405	9.638
Tổng nợ	2.986	4.625	4.513	6.716	8.174	13.116	24.523
Vốn góp của chủ sở hữu	1.435	1.435	2.390	3.040	3.648	3.648	3.648
Lợi nhuận giữ lại	299	325	398	525	593	1.855	4.423
Lợi ích cổ đông thiểu số	9	11	10	4	5	7	172
Vốn chủ sở hữu	1.743	1.908	2.936	4.064	4.819	6.247	9.084
Tổng nợ và VCSH	4.729	6.534	7.449	10.780	12.994	19.363	33.607

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Lợi nhuận trước thuế	339	25	406	100	631	1.188	2.432
Khấu hao	59	105	165	251	255	451	720
Thuế đã nộp	36	151	217	278	419	637	1.168
Các khoản điều chỉnh khác	86	214	269	518	674	1.089	2.053
Thay đổi vốn lưu động	(695)	(658)	(967)	(1.997)	(1.638)	(1.736)	(53)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	(269)	(420)	(292)	(1.380)	(333)	541	4.432
Đầu tư TSCĐ	(504)	(1.012)	(798)	(1.288)	(254)	(5.742)	(8.268)
Thu từ thanh lý, nhượng bán TSCĐ	-	24	294	0	-	-	-
Các khoản khác	(70)	(180)	(91)	(189)	464	743	1.388
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(4)	13	21	13	(946)	419	(4.231)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT	(579)	(1.155)	(574)	(1.464)	(735)	(4.580)	(11.111)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	66	-	96	65	61	-	-
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	-	-	-	-	-	-	-
Tiền vay ròng nhận được	758	1.381	215	2.066	422	4.435	7.747
Dòng tiền từ HĐ tài chính khác	-	-	(2)	(12)	(221)	(387)	(656)
Cổ tức	-	-	(4)	-	-	-	-
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC	758	1.519	919	3.060	809	4.048	7.091
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	241	151	95	149	365	106	116
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	(90)	(56)	54	216	(259)	10	412
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	151	95	149	365	106	116	528

Chỉ số tài chính

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Tỷ lệ định giá							
EPS (VND)	1.992	184	1.326	416	1.852	3.455	6.587
P/E	6,2	94,6	16,9	80,6	20,0	10,7	5,6
PEG 1 năm	(0,6)	(1,0)	0,0	1,7	1,2	0,6	0,3
P/S	0,4	0,7	0,9	2,0	1,6	1,0	0,5
P/B	1,0	1,3	1,8	2,5	2,8	2,2	1,5
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%	(1,4%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Chỉ số tăng trưởng							
Tăng trưởng doanh thu	(32,1%)	(26,6%)	8,5%	(10,7%)	67,9%	62,0%	83,2%
Tăng trưởng LN gộp	7,8%	(34,7%)	108,7%	(4,8%)	133,7%	71,0%	91,2%
Tăng trưởng LN ròng	(11,0%)	(89,4%)	951,7%	(60,1%)	432,1%	86,6%	103,5%
Tăng trưởng EPS	(11,4%)	(90,8%)	621,8%	(68,6%)	344,6%	86,6%	90,6%
Chỉ số hiệu quả sinh lời							
Biên LN gộp	7,4%	6,6%	12,7%	13,5%	18,8%	19,9%	20,7%
Biên EBITDA	6,0%	4,9%	11,8%	12,0%	15,0%	16,3%	16,9%
Biên LN hoạt động	4,8%	0,6%	5,4%	1,7%	7,2%	8,4%	9,4%
Biên LN ròng	4,1%	0,6%	5,7%	2,5%	8,0%	9,2%	10,2%
ROAA	5,1%	0,4%	3,5%	1,1%	4,2%	4,8%	5,8%
ROAE	17,9%	1,7%	13,2%	3,6%	15,2%	22,8%	33,5%
Chỉ số đòn bẩy							
Khả năng trả lãi vay (EBIT/Lãi vay)	9,4	0,2	1,5	0,3	1,5	1,8	2,0
EBITDA/(Lãi vay + CAPEX)	0,8	0,2	0,7	0,4	1,9	0,4	0,4
Nợ vay/ Vốn	0,4	0,5	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6
Nợ vay/ VCSH	0,5	1,0	0,7	1,0	0,9	1,3	1,7
Nợ vay ròng/ VCSH	0,5	0,9	0,7	0,9	0,9	1,3	1,6
Chỉ số hoạt động							
Vòng quay tổng tài sản	1,4	0,9	0,8	0,6	0,7	0,8	0,9
Vòng quay khoản phải thu	3,5	4,7	10,5	37,0	75,8	74,8	78,3
Số ngày phải thu	103,6	76,3	34,4	9,7	4,7	4,8	4,6
Vòng quay khoản phải trả	2,3	2,4	2,5	2,3	3,2	4,0	4,1
Số ngày phải trả	155,8	151,6	144,7	155,5	113,9	90,3	87,7
Vòng quay hàng tồn kho	6,7	3,9	2,6	1,8	2,0	2,0	2,1
Số ngày tồn kho	54,1	91,7	137,0	201,7	179,9	176,3	168,3
Chỉ số thanh khoản							
Hệ số thanh toán hiện hành	10,1	4,5	2,7	2,0	2,5	2,9	2,7
Hệ số thanh toán nhanh	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	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 tưEmail: phuong.hoangviet@vndirect.com.vn**Phạm Thị Bích Ngọc – Trưởng phòng Phân tích Tiêu dùng và Hàng không**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.vnWebsite: <https://vndirect.com.vn>