

## CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam (HOSE: BAF)

### Duy trì đà tăng trưởng mạnh mẽ

- Giá heo 2025-26 sẽ duy trì ở mức cao 65,000-70,000 VNĐ/kg (+10% so với trung bình 2024) do nguồn cung từ nông hộ giảm từ tác động của Luật chăn nuôi trong khi nhu cầu tiêu thụ thịt heo vẫn tăng trưởng ổn định.
- Chúng tôi dự báo LN ròng năm 2025 đạt 659 tỷ đồng, tăng 107% svck chủ yếu nhờ sản lượng heo dự kiến tăng 43% svck và giá heo dự báo tăng 10% svck.
- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 35,500 đồng/cp

### Giá heo trung bình được kỳ vọng tăng 10% trong giai đoạn 2025-26

Giá heo 2025-26 được dự kiến tiếp tục duy trì ở mức nền cao so với 2024 do thiếu nguồn cung vì dịch bệnh và chuyển dịch cơ cấu chăn nuôi. 2 tháng đầu năm 2025, giá heo tăng mạnh lên mức 80,000 VNĐ/kg do lượng heo con bán ra trước Tết và dịch bệnh dẫn đến thiếu nguồn cung. Luật chăn nuôi cũng thúc đẩy quá trình chuyển dịch cơ cấu chăn nuôi sang các mô hình chuyên nghiệp và khiến nguồn cung ở các hộ chăn nuôi nhỏ lẻ giảm. Sản lượng từ nông hộ giảm dần trong khi nhu cầu của người dân vẫn ở mức cao khiến giá heo 2025-26 sẽ duy trì ở mức cao 65,000-70,000 VNĐ/kg (+10% so với trung bình 2024).

### Triển vọng 2025-26: Tốc độ mở rộng trang trại và nâng quy mô tổng đàn là động lực chính cho sự tăng trưởng lợi nhuận

Trong giai đoạn 2025-2026, BAF tiếp tục đẩy mạnh chiến lược mở rộng trang trại chăn nuôi và gia tăng quy mô đàn heo, đóng vai trò là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận. BAF dự kiến nâng tổng số trang trại trong giai đoạn này lên 50 trang trại và đặt mục tiêu đạt 90.000 heo nái và sản lượng heo thương phẩm 1.000.000 con vào 2025. Bên cạnh đó, mô hình chăn nuôi khép kín 3F (Feed - Farm - Food) giúp công ty kiểm soát tốt chi phí đầu vào, đặc biệt là giá thức ăn chăn nuôi – yếu tố chiếm tới 60-70% giá vốn. Ngoài ra, việc ký kết với đối tác chiến lược Muyuan nhằm chuyển giao mô hình chăn nuôi công nghệ cao giúp BAF giảm rủi ro dịch bệnh và nâng cao năng lực sản xuất. Với kế hoạch mở rộng mạnh mẽ và chiến lược tối ưu chi phí, BAF được kỳ vọng sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng lợi nhuận ấn tượng trong giai đoạn 2025-2026, tiếp tục khẳng định vị thế trong ngành chăn nuôi Việt Nam.

### Khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu của BAF là 35,500 đ/cp

Chúng tôi ưa thích BAF do (1) tốc độ mở rộng quy mô và thị phần nhanh nhờ Luật chăn nuôi 2025 (2) Ngành chăn nuôi là nhóm ngành ít bị ảnh hưởng bởi thuế đối ứng của Mỹ. Đợt giảm giá gần đây của thị trường đã khiến BAF có mức chiết khấu 19.2% từ đỉnh trong khi KQKD 2025-26 có sự tăng trưởng mạnh, do đó chúng tôi cho rằng đây là thời điểm hợp lý để tích lũy cổ phiếu.

Chỉ tiêu tài chính	Dec-23	Dec-24	Dec-25	Dec-26
Doanh thu thuần	5,199	5,641	6,506	8,162
Lợi nhuận ròng	26	317	685	949
Tăng trưởng doanh thu thuần	-26.6%	8.5%	15.3%	25.5%
Tăng trưởng LN ròng	-90.8%	1102.1%	116.2%	38.5%
Biên LN gộp	6.6%	12.7%	20.7%	21.8%
Biên EBITDA	1.2%	7.8%	12.2%	10.0%
ROAE	1.5%	13.9%	18.9%	19.9%
ROAA	0.5%	4.5%	7.5%	7.6%
EPS (VNĐ/cổ phiếu)	184	1,326	2,525	3,122
BVPS (VNĐ/cổ phiếu)	12,264	11,666	14,725	16,648

### Khả quan

#### Giá mục tiêu

35,500 VNĐ

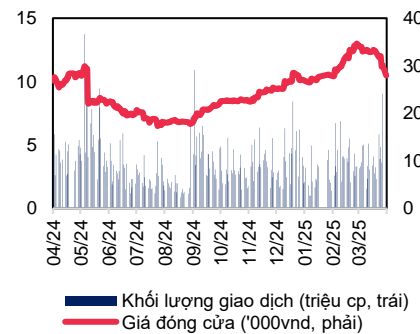
Tiềm năng tăng giá

17.9%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

N/A

#### Thông tin cổ phiếu



Nguồn: Fiiipro, MBS Research

Giá thị trường (VNĐ)	30,100
Cao nhất 52 tuần (VNĐ)	34,750
Thấp nhất 52 tuần (VNĐ)	17,050
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	8,634
P/E (TTM)	19.46
P/B	2.3
Thị suất cổ tức (%)	0
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	22.8

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

#### Cơ cấu sở hữu

Bùi Hương Giang	3.2%
CTCP Siba Holdings	40.5%
Khác	56.3%

Nguồn: BAF, MBS Research

### Trưởng phòng

#### Nguyễn Tiến Dũng

Dung1.nguyentien@mbs.com.vn

### Chuyên viên phân tích

#### Nguyễn Phương Anh

Anh2.nguyenphuong@mbs.com.vn

# CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam

## Luận điểm và khuyến nghị

### Luận điểm đầu tư

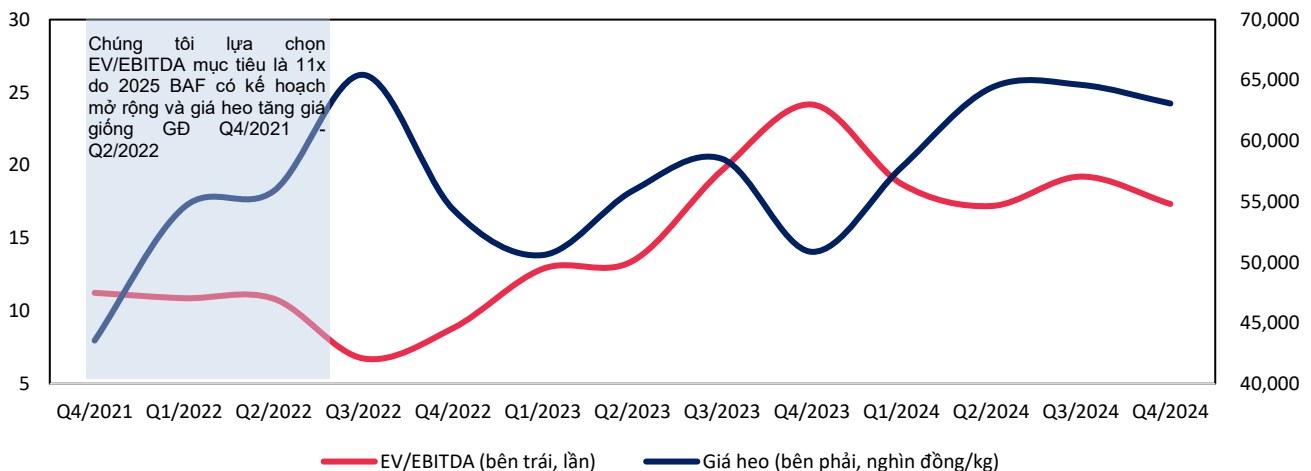
Chúng tôi ưa thích BAF bởi:

- BAF sở hữu mô hình kinh doanh tối ưu với chuỗi 3F khép kín, kiểm soát toàn bộ chuỗi giá trị từ thức ăn chăn nuôi, trang trại đến phân phối sản phẩm thịt. Mô hình này giúp công ty chủ động nguồn nguyên liệu đầu vào, giảm rủi ro biến động giá. Bên cạnh đó, hệ thống trang trại ứng dụng công nghệ cao giúp BAF hạn chế rủi ro dịch bệnh, đảm bảo hiệu quả chăn nuôi
- Trong ba tháng đầu năm 2025, giá heo đã tăng 7% so với đầu năm và có thể giảm nhẹ vào quý 2/2025 khi nguồn cung phục hồi. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo giá heo vẫn neo ở mức cao trong khoảng 65,000 – 70,000 VND/kg do nhu cầu tiêu thụ tăng và nguồn cung heo thiếu hụt trong 2 tháng đầu năm.
- Luật chăn nuôi mới có hiệu lực từ năm 2025 thúc đẩy dịch chuyển cơ cấu thị phần sang doanh nghiệp lớn từ các nông hộ.
- Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng năm 2025 đạt 685 tỷ đồng, tăng 116.2% so với năm 2023. LN ròng năm 2026 có thể tiếp tục tăng 38.5% svck khi BAF đã phát triển ổn định với mảng chăn nuôi heo.

### Định giá

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp FCFF (WACC: 8.7%) và EV/EBITDA để đưa ra giá trị hợp lý của cổ phiếu BAF là 35,500 VND/cp (tiềm năng tăng giá 19.3%). Chúng tôi sử dụng EV/EBITDA (11x) là mức EBITDA trung bình giai đoạn Q4/2021-Q2/2022 là mức cơ sở tham chiếu cho giai đoạn 2025-2026 do 2022 là năm công ty bắt đầu mở rộng quy mô và cuối năm 2021 cũng là chu kỳ tăng giá của thịt heo, tương đồng với giai đoạn 2025-2026. Vì thế, chúng tôi đưa ra mức EV/EBITDA mục tiêu cho BAF là 11x giúp phản ánh tiềm năng tăng trưởng của BAF.

Hình 1: EV/EBITDA BAF và giá heo hơi bình quân giai đoạn 2021-2024



Nguồn: MBS Research

Hình 2: Tổng hợp phương pháp định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá (VNĐ/cp)
FCFF	50%	34,934
EV/EBITDA (với EV/EBITDA mục tiêu 9.5x)	50%	36,000
<b>Giá mục tiêu</b>		<b>35,500</b>
Giá hiện tại		30,100
<b>Tiềm năng tăng giá</b>		<b>17.9%</b>

Nguồn: MBS Research

Hình 3: Dự báo dòng tiền phương pháp DCF

	2025	2026	2027	2028	///	2034
(+) EBIT	825	1,081	1,129	1,236		2,242
(+) Khấu hao	249	543	822	964		1,544
(-) CAPEX	(2,940)	(2,787)	(1,426)	(1,498)		(472)
(+) Thay đổi VLD	131	817	(332)	88		1,272
<b>FCFF sau chiết khấu</b>	<b>(1,791)</b>	<b>(389)</b>	<b>92</b>	<b>542</b>		<b>2,080</b>
<b>Giá trị dòng tiền năm cuối sau chiết khấu</b>						<b>8,291</b>

Nguồn: MBS Research

Hình 4: Định giá theo FCFF và các giả định

Định giá theo FCFF		
(+) Giá trị hiện tại giai đoạn 2025E-2034E	tỷ đồng	5,519
(+) Giá trị hiện tại giá trị DN cuối chu kỳ	tỷ đồng	8,291
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>tỷ đồng</b>	<b>13,810</b>
(+) Tiền và tương đương tiền	tỷ đồng	214
(-) Nợ vay ngắn và dài hạn	tỷ đồng	2,168
<b>Giá trị VCSH</b>	<b>tỷ đồng</b>	<b>10,621</b>
Số lượng cổ phiếu	triệu cp	304.02
<b>Giá mục tiêu (làm tròn)</b>	<b>đồng/cp</b>	<b>34,934</b>

Nguồn: MBS Research

WACC và tăng trưởng dài hạn	
Tỷ trọng VCSH	53%
Tỷ trọng nợ	47%
Chi phí VCSH	9%
Chi phí nợ	10%
Mức thuế	20%
WACC	8.65%
Tăng trưởng dài hạn	3.0%

Nguồn: MBS Research

Hình 5: Định giá theo EV/EBITDA

Định giá theo EV/EBITDA		
EBITDA 2025F	tỷ đồng	1,280
EBITDA mục tiêu	Lần	11.0
Tổng nợ	tỷ đồng	3,404
Lợi ích của cổ đông thiểu số	tỷ đồng	-
Tiền và tương đương tiền	tỷ đồng	214
Giá trị doanh nghiệp	tỷ đồng	10,889
Số cổ phiếu	triệu cp	304
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>đồng/cp</b>	<b>36,000</b>

Nguồn: MBS Research

Hình 6: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Quốc gia	Mã CK	Vốn hóa (tỷ đồng)	P/E (lần)		P/B (lần)		ROA (%)		ROE (%)	
				TTM	2025	TTM	2025	TTM	2025	TTM	2025
New Hope Liuhe	Trung Quốc	NHC	4,116	8.6	6.3	1.1	1.2	14.2%	16.1%	18.8%	19.3%
Charoen Pokphand Food	Thái Lan	CPF	187,941	9.5	10.9	0.7	0.7	2.2%	2.6%	8.6%	7.8%
CTCP Tập đoàn Dabaco Việt Nam	Việt Nam	DBC	9,278	12	9.5	1.3	1.2	5.7%	5.1%	13.5%	11.0%
CTCP Masan MeatLife	Việt Nam	MML	9,016	289.3	n/a	1.7	n/a	-3.0%	n/a	-7.4%	n/a
CTCP Hoàng Anh Gia Lai	Việt Nam	HAG	12,741	12.5	n/a	1.4	n/a	4.6%	n/a	13.4%	n/a
Trung bình				66.4	8.9	1.3	1.0	4.7%	7.9%	9.4%	12.7%
CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam	Việt Nam	BAF	9,151	17.4	11.0	2.4	2.1	4.5%	7.3%	13.1%	21.1%

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

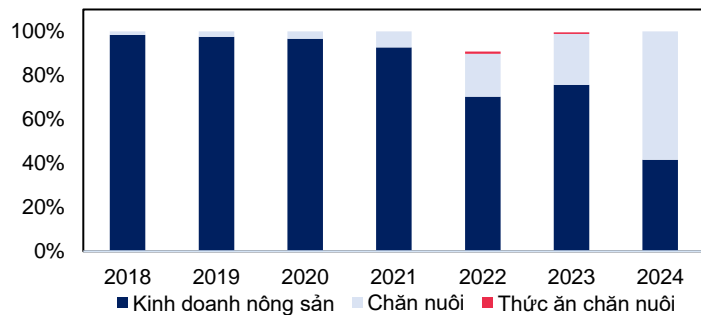
### Rủi ro đầu tư

- Biến động về giá nguyên vật liệu đầu vào do BAF hoàn toàn nhập nguyên liệu TACN từ bên ngoài.
- Rủi ro giá lợn suy giảm khi nguồn cung được bổ sung có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận của BAF.
- Năm 2025-2026, BAF đầu tư vốn lớn để đầu tư mở rộng quy mô, nếu sản lượng bán ra không như kỳ vọng có thể khiến BAF không hoàn thành mục tiêu lợi nhuận.

## Tổng quan doanh nghiệp và KQKD 2024

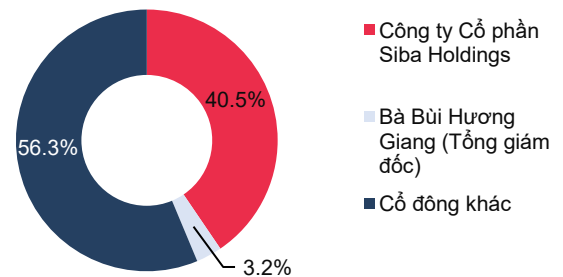
BAF được thành lập năm 2017, hoạt động chính trong lĩnh vực kinh doanh nông sản, chăn nuôi và sản xuất thức ăn chăn nuôi. Năm 2019, BAF thay đổi chiến lược phát triển, tập trung nguồn lực cho hoạt động chăn nuôi, xây dựng mô hình chăn nuôi khép kín 3F (Feed- Farm- Food) hay còn gọi là “từ nông trại đến bàn ăn”. Tháng 3/2019, BAF xây dựng lại toàn bộ hệ thống trang trại theo mô hình chuẩn hóa 4.0 được lắp đặt công nghệ cao theo tiêu chuẩn Châu Âu. Năm 2021, BAF chào bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng với mức giá IPO là 20,000 VNĐ/cổ phiếu, nâng tổng vốn điều lệ từ 500 tỷ đồng lên 780 tỷ đồng.

Hình 7: Cơ cấu doanh thu theo lĩnh vực của BAF (%)



Nguồn: BAF, MBS Research

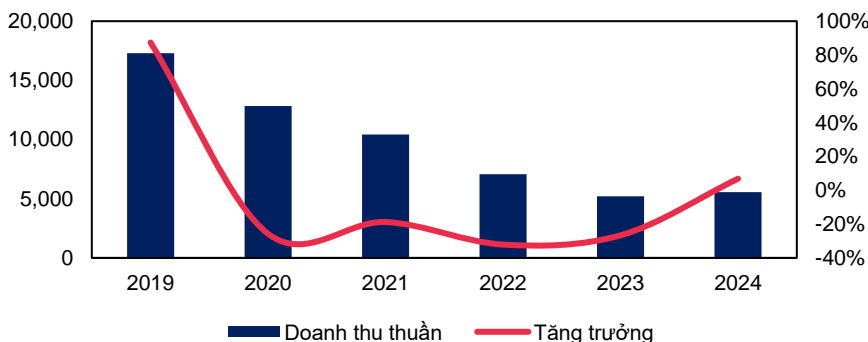
Hình 8: Cơ cấu cổ đông BAF



Nguồn: BAF, MBS Research

BAF hưởng lợi thế từ mô hình chăn nuôi khép kín giúp tối ưu hóa chi phí chăn nuôi. Mô hình chăn nuôi khép kín (3F: Feed - Farm - Food) vượt trội so với chăn nuôi truyền thống nhờ kiểm soát toàn bộ chuỗi giá trị, từ thức ăn, trang trại đến sản phẩm cuối cùng. Điều này giúp đảm bảo chất lượng, giảm rủi ro dịch bệnh, tối ưu chi phí và ổn định giá cả. Trong khi đó, chăn nuôi truyền thống gặp nhiều thách thức như chi phí cao, rủi ro dịch bệnh lớn và khó kiểm soát chất lượng. Hiện tại, BAF hoàn toàn tự chủ được nguồn thức ăn chăn nuôi nhờ vào hai nhà máy cám Tây Ninh và Nghệ An với công suất 450,000 tấn/năm. Năm 2022, BAF nghiên cứu thành công công thức “cám chay” độc quyền và ra mắt thương hiệu Heo Ăn Chay BAF Meat. BAF phân phối thịt heo 70% qua thương lái và 20-25% qua 300 cửa hàng Meatshop và 60 cửa hàng Sibya Food. Doanh thu mảng chăn nuôi hiện chiếm khoảng 58% cơ cấu doanh thu với biên lợi nhuận gộp 14.1%.

Hình 9: Tăng trưởng doanh thu của BAF 2019-2024 (tỷ đồng)



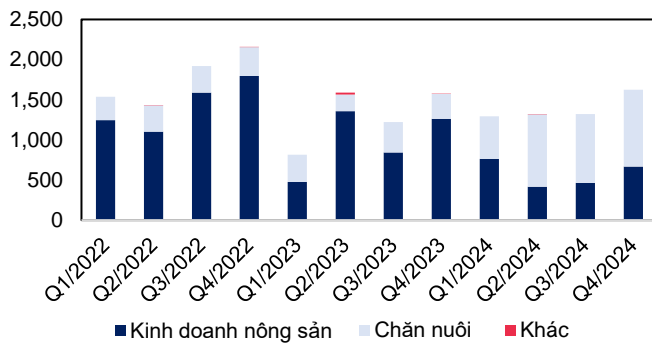
Nguồn: BAF, MBS Research

Hình 10: Kết quả kinh doanh Q4/2024 & cả năm 2024 (Đơn vị: tỷ VND)

Các tiêu chí KQKD	Q4/2024	svck (%)	sv quý trước (%)	2024	svck (%)	Đánh giá
<b>Doanh thu thuần</b>	1,627	0.1%	23.8%	5,554	6.8%	Doanh thu Q4/2024 đi ngang svck nhưng doanh thu cả năm 2024 tăng 6% so với 2023 với tỷ trọng mảng chăn nuôi chiếm 58%
<i>Nông sản</i>	669	-46.9%	45.1%	2,313	-41.2%	BAF chủ động cắt giảm tỷ trọng mảng nông sản
<i>Chăn nuôi</i>	958	190.8%	0.6%	3,241	160.9%	Mảng chăn nuôi tăng 190.8% svck nhờ (1) giá heo trung bình Q4/2024 là 63,087 vnđ/kg, tăng 24% svck, (2) sản lượng bán ra Q4 đạt 140,000 con, tăng 185% svck..
Lợi nhuận gộp	230	456.7%	3.0%	716	108.7%	
Biên lợi nhuận gộp	14.1%	11.6dpt	-2.85dpt	12.70%	6.10dpt	
Chi phí bán hàng	20	-23.6%	-71.0%	77	-17.8%	
Chi phí quản trị DN	46	77.0%	34.3%	137	11.0%	
% chi phí quản trị bán hàng/Doanh thu	4.1%	0.9dpt	-3.7dpt	3.9%	0.2dpt	
Doanh thu tài chính	4	-60.1%	9.9%	22	-41.4%	2024 BAF không ghi nhận khoản thanh lý từ các khoản đầu tư
Chi phí tài chính	58	6.0%	6.0%	222	43.0%	Chi phí lãi vay 2024 tăng 52% svck để phục vụ các dự án mở rộng quy mô trang trại
LNTT	119	167.4%	75.8%	406	1556.8%	
Thuế TNDN	(9.4)	-163.0%	25.7%	(144.0)	-1603.9%	
LN ròng	109	270.9%	82.0%	317	1102.1%	Lợi nhuận ròng quý 4 và cả năm 2024 tăng mạnh do (1) sản lượng bán ra tăng mạnh do BAF tăng quy mô (2) giá heo phục hồi tốt giúp biên lợi nhuận gộp 2024 tăng 6.69dpt svck

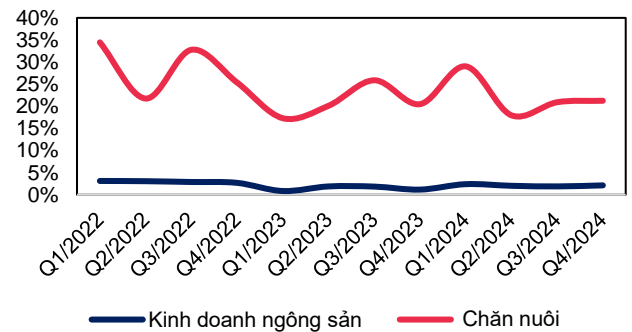
Nguồn: BAF, MSB Research

Hình 11: Doanh thu theo lĩnh vực kinh doanh của BAF (tỷ đồng)



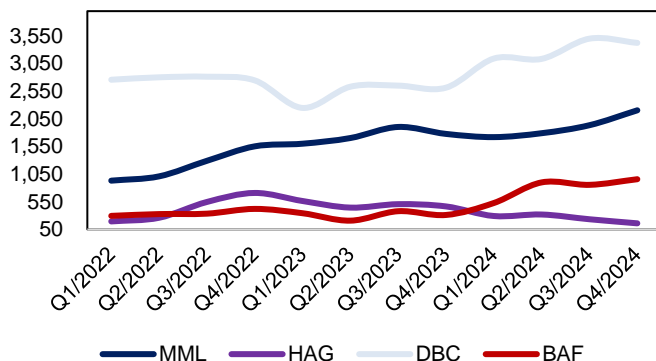
Nguồn: BAF, MBS Research

Hình 12: Biên lợi nhuận gộp theo lĩnh vực kinh doanh của BAF BAF giai đoạn 2020-2024 (%)



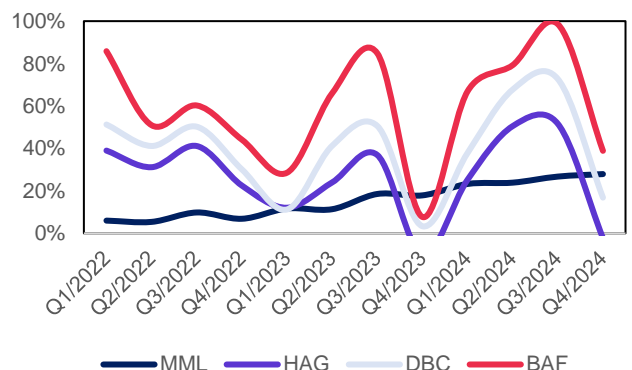
Nguồn: BAF, MBS Research

Hình 13: Doanh thu mảng chăn nuôi heo và thức ăn chăn nuôi của các doanh nghiệp trên sàn (tăng trưởng svck)



Nguồn: MML, DBC, BAF, MBS Research

Hình 14: Biên lợi nhuận gộp mảng chăn nuôi heo và thức ăn chăn nuôi của các doanh nghiệp trên sàn (%)



Nguồn: MML, DBC, BAF, MBS Research

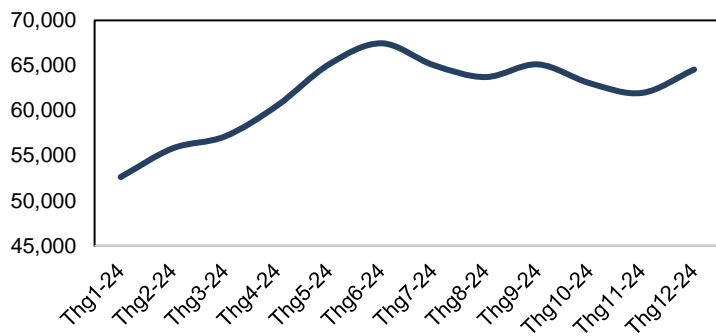
## Diễn biến giá heo hơi tích cực trong năm 2025-2026

### Giá heo duy trì trên mức nền cao là cơ hội cho BAF tăng trưởng lợi nhuận

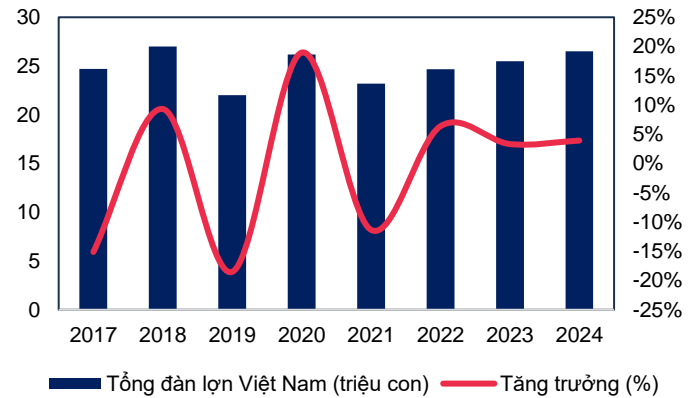
2024 là năm biến động mạnh của thị trường heo hơi

Giá heo đầu năm 2024 bắt đầu với mức giá 50,000 VNĐ/kg và tạo đỉnh ở mức giá 67,000 VNĐ/kg vào tháng 6/2024 do dịch ASF bùng phát khiến thiếu hụt nguồn cung. Năm 2024, Việt Nam xuất hiện 1,575 ổ dịch tại 48 tỉnh, tăng 79% svck. Tháng 9/2024, giá heo tiếp tục tăng do bão Yagi ở miền Bắc khiến nhiều trang trại chưa kịp tái đàn làm trầm trọng thêm tình trạng khan hiếm nguồn cung. Cuối năm 2024, do nhu cầu thịt heo trước Tết tăng mạnh đã đẩy giá heo lên 70,000 VNĐ/kg giúp các doanh nghiệp chăn nuôi đạt lợi nhuận cao trong Q4/2024. Tổng đàn heo năm 2024 tăng 4% và giá trị sản xuất chăn nuôi tăng 5.3% so với 2023.

Hình 15: Diễn biến giá heo hơi năm 2024 (nghìn đồng/kg)



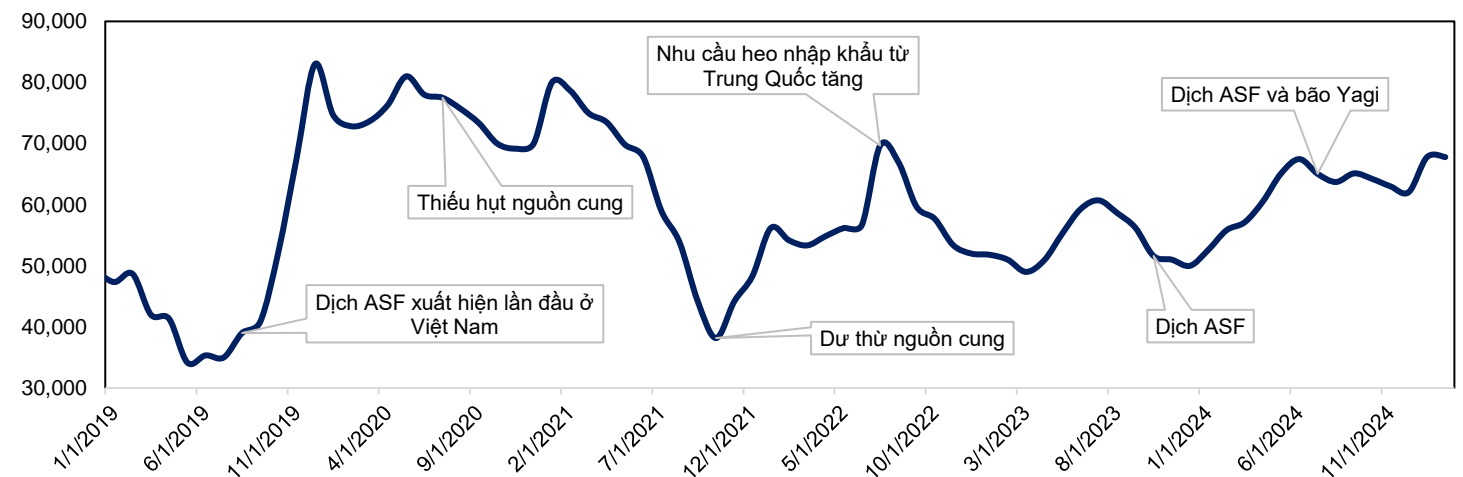
Hình 16: Tăng trưởng đàn heo Việt Nam giai đoạn 2017-2024



Nguồn: Anovafeed, MBS Research

Nguồn: MBS Research

Hình 17: Diễn biến giá heo trung bình theo tháng giai đoạn 2019-2025 (nghìn đồng/kg)



Nguồn: Anovafeed, MBS research

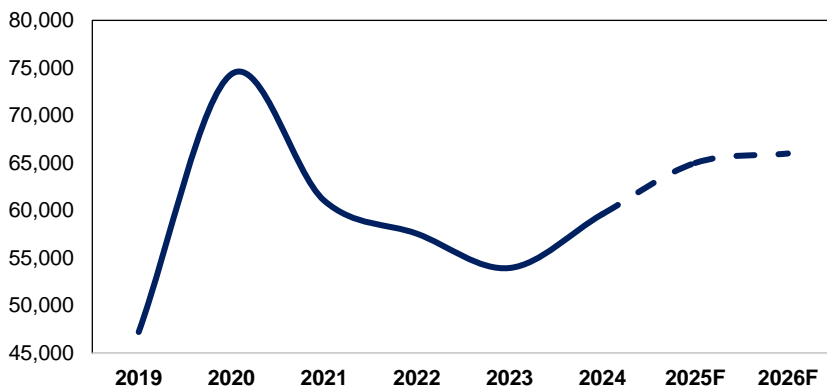


Chúng tôi dự báo giá heo hơi duy trì ở mức 65,000-70,000 VNĐ/kg trong giai đoạn 25-26

Sau Tết 2025, giá heo tiếp tục tăng cao và lập đỉnh mới với mức 83,000 VNĐ/kg, tăng khoảng 9% so với đầu năm 2025. Nguyên nhân thiếu hụt nguồn cung là do nông dân chưa kịp tái đàn sau đợt bán chạy dịch cuối năm 2024 và dịch bệnh có nguy cơ bùng phát sau Tết khi dịch ASF xuất hiện ở 4 địa phương tỉnh Hà Tĩnh. Khi nguồn cung được phục hồi, giá heo sẽ có xu hướng giảm vào giữa năm 2025 nhưng vẫn duy trì ở mức nền cao do:

- Luật chăn nuôi 2025 thúc đẩy quá trình chuyển dịch cơ cấu chăn nuôi. Theo khoản 1 Điều 12 Luật chăn nuôi 2018 số 32/2018/QH14, các cơ sở chăn nuôi trong khu vực không được phép chăn nuôi của thành phố, thị xã, thị trấn, và khu dân cư sẽ buộc phải di dời. Do đó, các doanh nghiệp có mô hình chăn nuôi chuyên nghiệp và có sẵn quỹ đất như BAF sẽ có ưu thế trong việc gia tăng thị phần. Luật chăn nuôi tác động rõ rệt khi nhu cầu nhập khẩu heo giống trong tháng 1/2025 tăng cao, tuy nhiên các doanh nghiệp hiện nay hạn chế bán heo giống dẫn đến việc giá heo giống tháng 2/2025 tăng lên 2 triệu đồng/con.
- Nhu cầu tiêu thụ thịt heo của Việt Nam tăng trưởng ổn định. Theo số liệu mới nhất của USDA, Việt Nam xếp thứ 4 về tiêu thụ thịt heo, ước tính sản lượng tiêu thụ thịt heo/đầu người xấp xỉ 37 kg/ người năm 2024, tốc độ tăng trưởng kép hàng năm giai đoạn 2024 – 2026 khoảng 3,8%/năm. Tiêu thụ thịt heo của Việt Nam được dự báo khoảng 3.9 triệu tấn trong năm 2025, tăng 3.3% so với năm trước và ước đạt 4,7 triệu tấn vào năm 2030, tương ứng với mức tăng trưởng bình quân 3,1%/năm.

Hình 18: Dự báo giá heo hơi 2025-26 (nghìn đồng/kg)



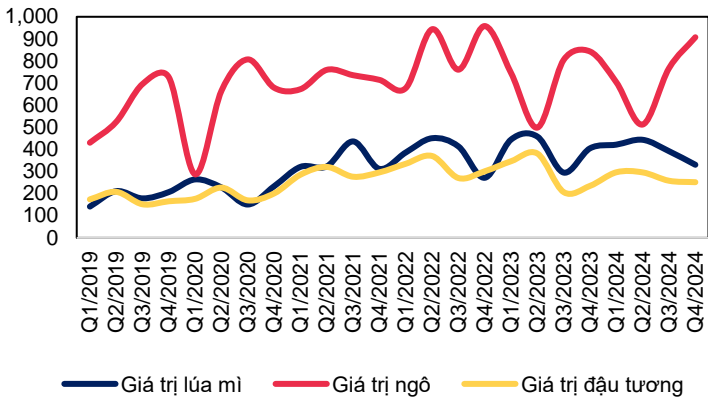
Nguồn: MBS ước tính

### Giá nguyên vật liệu TACN có thể phục hồi nhẹ

Năm 2024, giá nguyên liệu thức ăn chăn nuôi giảm từ 10-15% do nhu cầu giảm và yếu tố thời tiết bất lợi, cụ thể: giá ngô giảm 15,7%, giá đậu tương giảm 18%, giá lúa mì giảm 21% giúp các doanh nghiệp chăn nuôi giảm bớt áp lực chi phí đầu vào. Chúng tôi dự báo giá nguyên vật liệu có thể phục hồi nhẹ trong giai đoạn 2025-2026, tăng khoảng 5% so với 2024 do nhu cầu thức ăn chăn nuôi tăng cao. Theo tổ chức khí tượng thế giới (WMO), hiện tượng thời tiết bão La Nina có thể xảy ra trong thời gian tháng 2/2025 hoặc tháng 4/2025 gây bất lợi đối với vụ mùa của Brazil và Argentina. Tuy nhiên, giá ngô toàn cầu trong năm 2025 có thể tăng do nhu cầu phục hồi từ Trung Quốc

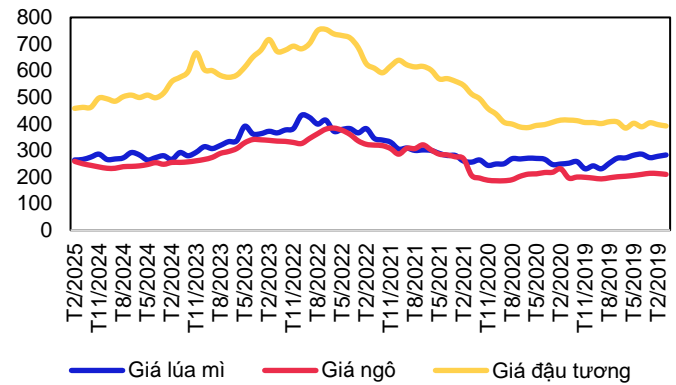


**Hình 19: Tổng giá trị nhập khẩu nguyên liệu TACN của Việt Nam giai đoạn 2019-2024 (triệu USD)**



Nguồn: Tổng cục thống kê, MBS Research

**Hình 20: Giá nguyên liệu TACN (USD/ tấn)**

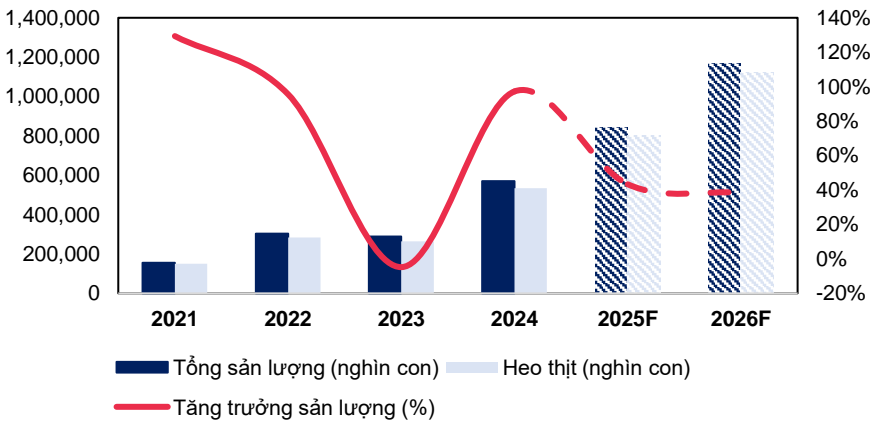


Nguồn: Tổng cục thống kê, MBS Research

**Đẩy mạnh mở rộng quy mô là động lực tăng trưởng chính cho BAF giai đoạn 25-26**

Hiện nay, BAF đang sở hữu 36 trang trại và dự kiến có thêm 14 trang trại đi vào hoạt động trong năm 2025. Kể từ tháng 12/2024, BAF đã M&A 13 công ty chăn nuôi với hình thức mua lại cổ phần, những công ty này đều có quỹ đất, chuồng trại và đang hoàn thành nốt thủ tục pháp lý để đi vào hoạt động. Tháng 9/2024 BAF ký kết hợp tác chiến lược với Muyuan Foods- Tập đoàn chăn nuôi lớn nhất Trung Quốc với mục tiêu xây trại heo cao tầng và chuyển giao công nghệ sinh học. Về quy mô, BAF ghi nhận tổng đàn đến hết 2024 là 800,000 heo thịt và 75,000 heo nái. 13 trang trại mới có quy mô đàn heo 63,000 heo nái và 500,000 heo thịt sẽ đi vào vận hành trước tháng 3/2025. Ngoài ra, BAF cũng đang hoàn thành các thủ tục pháp lý để xây trại heo cao tầng. Theo BAF, mô hình chung cư nuôi heo gồm 6 tầng, quy mô 4,000 heo nái và 100,000 heo thịt/năm có thể tiết kiệm được 27% chi phí nhân công. Với tốc độ mở rộng quy mô, sản lượng heo bán ra của BAF được dự báo tăng 48% và 38% trong giai đoạn 25-26.

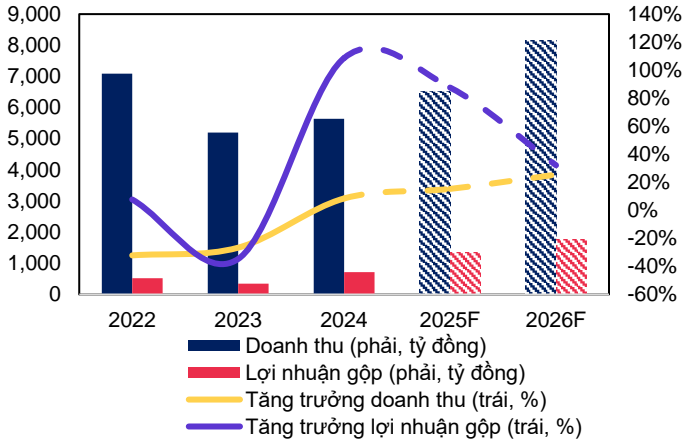
**Hình 21: Dự phóng tăng trưởng sản lượng và doanh thu mảng chăn nuôi của BAF 2025-2026**



Nguồn: BAF, MBS Research

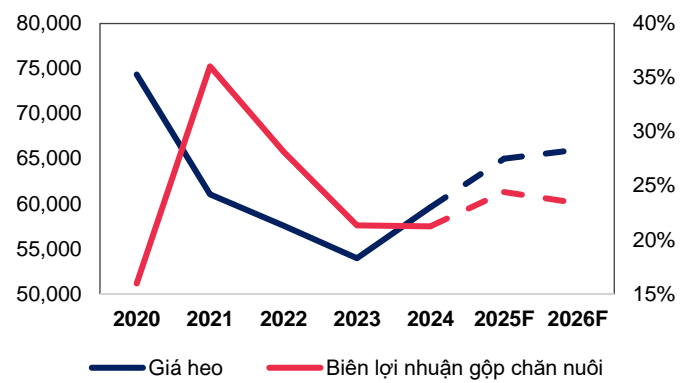
Chúng tôi kỳ vọng doanh thu chăn nuôi của BAF giai đoạn 25-26 đạt 6,506 tỷ đồng tăng 15.3% svck nhờ (1) sản lượng heo năm 2025 tăng 43% nhờ mở rộng quy mô và nguồn cung heo chuyển thiếu do dịch bệnh và chuyển dịch cơ cấu chăn nuôi. Cùng với đó, giá heo trung bình tăng 10% so với năm 2024 do nhu cầu vẫn tăng trưởng ổn định.

**Hình 21: Tăng trưởng doanh thu và tăng trưởng lợi nhuận gộp mảng chăn nuôi của BAF và dự báo 25-26 (tỷ đồng)**



Nguồn: BAF, MBS ước tính

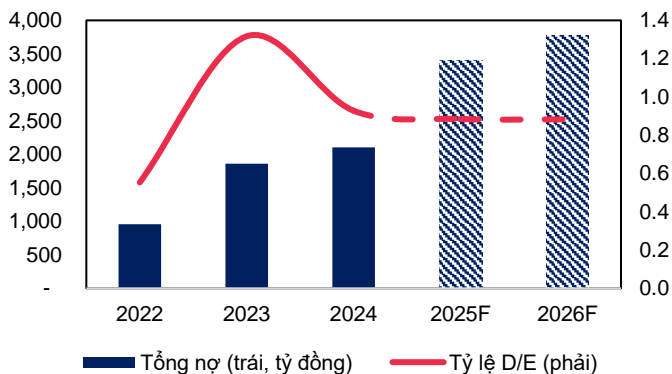
**Hình 22: Giá heo và biên lợi nhuận gộp mảng chăn nuôi của BAF (vnd/kg)**



Nguồn: BAF, MBS ước tính

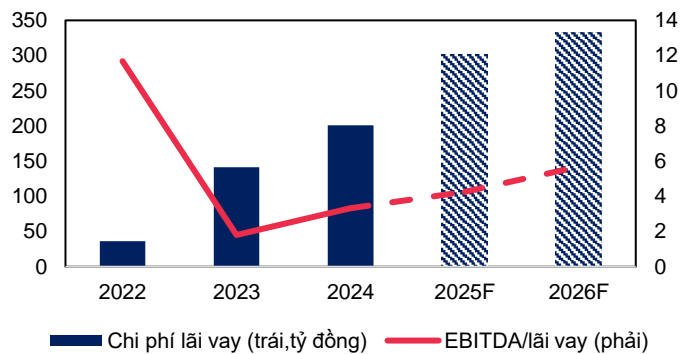
BAF dự tính vốn đầu tư trong năm sau là 3000 tỷ với 70% vốn vay và 30% vốn chủ. Tỷ lệ D/E trong năm 25-26 là 1.2 cho thấy doanh nghiệp chủ yếu duy trì bằng nợ vay để mở rộng quy mô. Tỷ lệ tài sản ngắn hạn/ nợ ngắn hạn của BAF giảm so với năm 2024 tuy nhiên vẫn duy trì ở mức an toàn trong giai đoạn 25-26, BAF vẫn đủ khả năng thanh toán nợ ngắn hạn. Để phục vụ việc mở rộng quy mô, tỷ lệ nợ dài hạn trong năm 2025 tăng 31% so với 2024, tuy nhiên EBITDA/lãi vay vẫn duy trì ở mức 4 trong giai đoạn 25-26 nhờ EBITDA tăng cao. Ngày 25/3/2025, BAF đã kết thúc đợt chào bán 65 triệu cổ phiếu riêng lẻ với giá 15,500 VND/cp và thu về được 1,008 tỷ đồng.

**Hình 23: Tổng nợ phải trả và tỷ lệ D/E**



Nguồn: BAF, MBS dự phóng

**Hình 24: Chi phí lãi vay và tỷ lệ EBITDA/lãi vay**



Nguồn: BAF, MBS dự phóng

## Dự phóng KQKD giai đoạn 2025-2026

Hình 25: Dự phóng KQKD 2024-2026 (Đơn vị: tỷ VND)

Các tiêu chí KQKD	2024	2025F	%svck	2026F	%svck	Đánh giá
<b>Doanh thu thuần</b>	5,641	6,506	15.3%	8,162	25.5%	
<i>Nông sản</i>	2,313	1,104	-52.3%	638	-42.3%	
<i>Chăn nuôi</i>	3,241	5,401	66.7%	7,525	39.3%	Chúng tôi kỳ vọng BAF có thể hoàn thành kế hoạch về sản lượng 2025, sản lượng bán ra tăng 43% vào năm 2025 và tăng 38% trong năm 2026. Giá heo trung bình giai đoạn 25-26 tăng 10%.
Lợi nhuận gộp	716	1,344	87.6%	1,776	32.2%	
Biên lợi nhuận gộp	13%	20.7%	+7.7dpt	21.8%	+1.1dpt	
<i>Nông sản</i>	2.1%	2.0%	-0.1dpt	2.0%	0.0dpt	BAF cắt giảm dần mảng nông sản để tăng tỷ trọng mảng chăn nuôi do biên lợi nhuận gộp không cao dù đóng góp nhiều vào doanh thu
<i>Chăn nuôi</i>	21%	24.5%	+3.5dpt	23.4%	-1.1dpt	Sản lượng heo bán ra trong năm 2025 tăng 43% vào năm 2025 và giá bán heo tăng 10% dẫn đến biên LNG cao, Năm 2026, đàn heo tăng trưởng ít đi và giá heo dần ổn định hơn khiến biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ.
Chi phí bán hàng	77	144	88.4%	200	38.5%	Chi phí bán hàng tăng lên do mở rộng kênh phân phối
Chi phí quản trị DN	137	169	22.8%	225	33.2%	
% chi phí quản trị bán hàng/Doanh thu	3.9%	4.8%	+0.9dpt	5.2%	+0.4dpt	
Doanh thu tài chính	22	13	-41.8%	10	-26.3%	
Chi phí tài chính	222	300	35.1%	332	10.8%	
LNTT	406	741	82.4%	1,026	38.5%	
Thuế TNDN	-144	-56	-61.4%	-77	38.5%	
LN ròng	317	685	116.2%	949	38.5%	Chúng tôi dự báo lợi nhuận tăng trưởng mạnh giai đoạn 2025-26 do (1) sản lượng bán ra tăng nhờ mở rộng quy mô chăn nuôi (2) giá heo 2025-26 ở mức 65,000 VNĐ/kg, tăng 10% so với 2024

Nguồn: MSB ước tính

**BÁO CÁO TÀI CHÍNH**

<b>Báo cáo kết quả HĐKD</b>	<b>31/12/23</b>	<b>31/12/24</b>	<b>31/12/25</b>	<b>31/12/26</b>	<b>Báo cáo lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>31/12/23</b>	<b>31/12/24</b>	<b>31/12/25</b>	<b>31/12/26</b>
Doanh thu thuần	5,199	5,641	6,506	8,162	LN trước thuế	25	406	736	1,019
Giá vốn hàng bán	(4,856)	(4,924)	(5,162)	(6,386)	Khấu hao	105	165	249	543
Lợi nhuận gộp	343	716	1,344	1,776	Thuế đã nộp	(58)	(25)	(56)	(77)
Chi phí quản lý DN	(100)	(137)	(169)	(225)	Các khoản điều chỉnh khác	109	104	-	-
Chi phí bán hàng	(93)	(77)	(144)	(200)	Thay đổi VLD	(600)	(942)	(275)	859
LN từ HĐKD	151	502	1,031	1,351	<b>LCTT từ HĐKD</b>	(420)	(292)	655	2,344
EBITDA thuần	255	668	1,280	1,894	Đầu tư TSCĐ	(1,012)	(798)	(2,940)	(2,787)
<b>LN trước thuế &amp; lãi vay</b>	151	502	1,031	1,351	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	(200)	203	44	127
Thu nhập lãi	21	14	11	7	<b>LCTT từ đầu tư</b>	(1,155)	(574)	(2,896)	(2,660)
Chi phí tài chính	(155)	(222)	(300)	(332)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	138	711	1,008	-
Thu nhập ròng khác	8	112	-	-	Tiền vay ròng nhận được	1,381	215	1,300	365
TN từ các Cty LK & LD	-	1	2	3		-	(4)	-	-
<b>LN trước thuế</b>	25	406	741	1,026	Dòng tiền từ HĐTC khác				
Thuế TNDN	6	(87)	(56)	(77)	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	-	(2)	-	-
Lợi nhuận sau thuế	30	319	685	949	<b>LCTT từ hoạt động TC</b>	1,519	919	2,307	365
Lợi ích cổ đông thiểu số	4	2	-	-		151	95	149	214
<b>Lợi nhuận ròng</b>	26	317	685	949	Tiền & tương đương tiền đầu kì				
					LC tiền thuần trong năm	(56)	54	65	49
					<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	95	149	214	263
					<b>Các chỉ số cơ bản</b>	<b>31/12/23</b>	<b>31/12/24</b>	<b>31/12/25</b>	<b>31/12/26</b>
<b>Bảng cân đối kế toán</b>	<b>31/12/23</b>	<b>31/12/24</b>	<b>31/12/25</b>	<b>31/12/26</b>	Tăng trưởng doanh thu thuần	-26.6%	8.5%	15.3%	25.5%
Tiền và tương đương tiền	95	149	214	263	Tăng trưởng EBITDA	-39.9%	161.7%	91.7%	48.0%
Đầu tư ngắn hạn	327	291	260	245	Tăng trưởng LN từ HĐKD	-58.8%	233.8%	105.2%	31.1%
Phải thu khách hàng	890	189	205	257	Tăng trưởng LN trước thuế	-92.8%	1556.8%	82.4%	38.5%
Hàng tồn kho	1,593	2,156	2,407	2,513	Tăng trưởng LN ròng	-90.8%	1102.1%	116.2%	38.5%
Tổng tài sản ngắn hạn	3,148	3,081	3,422	3,642	Tăng trưởng EPS	-90.8%	621.8%	90.3%	23.7%
Tài sản cố định	1,430	2,370	5,061	7,305	Biên LN gộp	6.6%	12.7%	20.7%	21.8%
Xây dựng cơ bản dở dang	902	892	976	1,143	Biên EBITDA	1.2%	7.8%	12.2%	10.0%
BĐS đầu tư	-	-	(0)	(1)	Biên LN ròng	0.5%	5.6%	10.5%	11.6%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	ROAE	1.5%	13.9%	18.9%	19.9%
Đầu tư vào công ty LD, LK	-	-	-	-	ROAA	0.5%	4.5%	7.5%	7.6%
Các khoản đầu tư dài hạn khác	866	1,082	1,311	1,808	ROIC	0.7%	6.5%	8.7%	10.7%
Tổng tài sản dài hạn	3,386	4,368	7,534	10,418	Vòng quay tài sản	0.9	0.8	0.7	0.7
<b>Tổng tài sản</b>	<b>6,534</b>	<b>7,449</b>	<b>10,956</b>	<b>14,060</b>	Cổ tức chi trả/LN ròng	0.0%	0.7%	0.0%	0.0%
Vay & nợ ngắn hạn	704	1,139	1,236	1,469	Tổng nợ vay/VCSH	105.7%	75.5%	76.0%	74.5%
Phải trả người bán	2,188	1,771	1,789	2,773	Nợ vay ròng/VCSH	100.3%	70.1%	70.2%	69.3%
Phải trả ngắn hạn khác	33	64	59	82	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	27.0%	26.2%	29.1%	24.9%
Tổng nợ ngắn hạn	3,011	3,065	3,216	4,494	Khả năng thanh toán lãi vay	1.1	2.5	3.4	4.1
Vay & nợ dài hạn	1,156	965	2,168	2,300	Số ngày phải thu	62.5	12.2	11.5	11.5
Các khoản phải trả khác	458	483	558	699	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	119.7	159.8	170.2	143..6
Tổng Nợ dài hạn	1,763	1,596	3,263	4,504	Số ngày phải trả tiền bán	164.4	131.3	126.5	158.5
<b>Tổng nợ</b>	<b>4,774</b>	<b>4,661</b>	<b>6,479</b>	<b>8,999</b>	Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.0	1.0	1.1	0.8
Vốn điều lệ	1,435	2,390	3,040	3,040	Khả năng thanh toán nhanh	0.5	0.3	0.3	0.3
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	358	-	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.1	0.1	0.1	0.1
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	<b>Định giá</b>				
LN giữ lại	325	398	1,079	2,021	EPS	184	1,326	2,525	3,122
Các quỹ thuộc VCSH	-	-	-	-	BVPS	12,264	11,666	14,725	16,648
Vốn chủ sở hữu	1,760	2,788	4,477	5,061	P/E	163.8	22.7	11.9	9.6
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	P/B	2.5	2.6	2.0	1.8
Tổng vốn chủ sở hữu	1,760	2,788	4,477	5,061					
<b>Tổng nợ &amp; VCSH</b>	<b>6,534</b>	<b>7,449</b>	<b>10,956</b>	<b>14,060</b>					

Nguồn: BAF, MBS ước tính

## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

### Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng 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.

**KHẢ QUAN** Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên

**TRUNG LẬP** Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%

**KÉM KHẢ QUAN** Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

### Khuyến nghị đầu tư ngành

**KHẢ QUAN** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

**TRUNG LẬP** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

**KÉM KHẢ QUAN** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

## KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

### Giám đốc Khối Nghiên cứu

*Trần Thị Khánh Hiền*

### Trưởng phòng

*Nguyễn Tiến Dũng*

### Vĩ mô & Chiến lược thị trường

*Ngô Quốc Hưng*

*Nghiêm Phú Cường*

*Đinh Hà Anh*

*Võ Đức Anh*

### Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

*Đinh Công Lý*

*Phạm Thị Thanh Hương*

### Bất động sản

*Nguyễn Minh Đức*

*Lê Hải Thành*

*Phạm Thị Thanh Huyền*

### Công nghiệp – Năng Lượng

*Nguyễn Hà Đức Tùng*

### Dịch vụ - Tiêu dùng

*Nguyễn Quỳnh Ly*

*Nguyễn Phương Anh*