

CTCP NÔNG NGHIỆP BAF VIỆT NAM

[Việt Nam / Thực phẩm và Đồ uống]

Mã Bloomberg (BAF VN) | Mã Reuters (BAF.HM)

GIỮ

BC Lần đầu

Giá mục tiêu (12 tháng) 37,800 VND

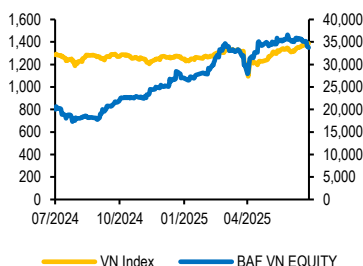
Giá hiện tại (09/07/2025) **33,650 VND**

Suất sinh lời **12.3%**

VNINDEX	1,431
P/E thị trường	11.7
Vốn hóa (tỷ VND)	10,230
SLCP đang lưu hành (triệu)	304
SLCP tự do giao dịch (triệu)	238
52 tuần cao/thấp (VND)	37,300/17,050
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	4.05
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	143
Số hữu nước ngoài (%)	3.82

Cổ đông lớn (%) Sba Holdings 31.47

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	19.5	25.6	63.0
Tg đối với VN-Index (%)	-11.3	10.7	52.3



Nguồn: Bloomberg

Nhi Nguyen

☎ (84-28) 6299-8000

✉ nhi.ntt@shinhan.com



Quét mã QR hoặc click để theo dõi

Thuận thời tiến bước

Định giá lần đầu với khuyến nghị GIỮ, giá mục tiêu 37,800 đồng

CTCP Nông nghiệp BAF (HOSE: BAF) là doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực nông nghiệp và chăn nuôi. Công ty theo định hướng ngày càng hoàn thiện chuỗi mô hình khép kín 3F để kiểm soát toàn diện từ nguồn nguyên liệu, con giống và trang trại đến chế biến thịt và phân phối đến người tiêu dùng. Dựa vào phương pháp FCFF và P/E, chúng tôi công bố báo cáo lần đầu đối với BAF và đưa ra khuyến nghị GIỮ với giá mục tiêu 37,800 đồng (tương đương với mức sinh lời kỳ vọng 12.3%) với kỳ vọng lợi nhuận doanh nghiệp sẽ được hỗ trợ bởi giá heo neo ở vùng cao, nguyên vật liệu sản xuất thức ăn chăn nuôi duy trì ổn định; đồng thời chiến lược mở rộng quy mô đàn trong bối cảnh Luật chăn nuôi áp dụng sẽ giúp doanh nghiệp nhanh chóng chiếm lĩnh thị phần.

Luật chăn nuôi tạo lợi thế cho các doanh nghiệp mở rộng thị phần

Luật chăn nuôi với quy định về phân vùng và mật độ chăn nuôi có hiệu lực từ 2025 đã tạo ra rào cản gia nhập ngành và giúp tái định hình cấu trúc ngành, là cơ hội vàng cho các doanh nghiệp vốn sở hữu lợi thế về kỹ thuật, chuồng trại, chi phí... mở rộng quy mô và chiếm lĩnh thị phần từ các hộ kinh doanh nhỏ lẻ.

Giá nguyên vật liệu sản xuất thức ăn chăn nuôi duy trì ổn định

BAF sản xuất thức ăn chăn nuôi với nguyên liệu chủ yếu là ngô, khô đậu tương và lúa mì được nhập từ Nam Mỹ, Mỹ và Biển Đen và chiếm tới 70% giá thành sản xuất trong ngành chăn nuôi heo. Giá nhập khẩu các nguyên vật liệu chính để sản xuất thức ăn chăn nuôi như đậu tương, lúa mì, ngô đều đang ở vùng thấp trong vòng 3 năm trở lại đây - là một yếu tố hỗ trợ giúp giá thức ăn chăn nuôi duy trì ổn định, từ đó hỗ trợ cho biên lợi nhuận của các doanh nghiệp và hộ chăn nuôi.

Giá heo được kỳ vọng neo ở mức cao cho đến hết năm 2025

Giá heo rục rịch tăng từ giữa năm 2024, một phần do các quy định về vùng chăn nuôi và tiêu dùng phục hồi, hiện tại đang neo ở mức 67-70 nghìn VND/kg. Với tình hình con giống khan hiếm như hiện tại thì nguồn cung sẽ khó tăng mạnh, vì vậy chúng tôi cho rằng giá heo được duy trì cho đến hết năm 2025, là một yếu tố hỗ trợ duy trì biên lợi nhuận gộp tốt cho các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực chăn nuôi.

Chuyển đổi trọng tâm kinh doanh sang lĩnh vực chăn nuôi là một hướng đi đúng đắn

Từ hoạt động kinh doanh nông sản truyền thống, BAF dần chuyển dịch sang mảng chăn nuôi heo thông qua đẩy mạnh việc M&A chuồng trại và nhanh chóng gia tăng quy mô đàn. Trong bối cảnh ngành thuận lợi, chúng tôi cho rằng chiến lược mở rộng mà BAF đang theo đuổi là một bước đi hợp lý giúp doanh nghiệp cải thiện hiệu suất sinh lời và tối ưu hóa nguồn vốn.

Rủi ro: (1) Rủi ro dịch bệnh; (2) Rủi ro môi trường - khí hậu và thiên tai gây ảnh hưởng tới đàn chăn nuôi; (3) Rủi ro biến động giá heo hơi; (4) Rủi ro pháp lý và chính sách; (5) Biến động của nguyên vật liệu đầu vào; (6) Rủi ro lãi suất.

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	7,083	5,199	5,641	5,274	8,357
LN HKKD (tỷ VND)	365	150	503	955	1,483
LNST (tỷ VND)	288	31	319	648	1,113
EPS (đồng)	1,998	157	1,556	2,121	3,638
BPS (đồng)	12,041	13,178	12,244	15,061	18,699
Biên LN HKKD (%)	5.2	2.9	8.9	18.1	17.7
Biên LNST (%)	4.1	0.6	5.7	12.3	13.3
ROE (%)	16.5	1.7	13.2	17.2	21.6
PER (x)	9.4	140.7	16.2	17.8	10.4
PBR (x)	1.5	1.9	2.3	2.5	2.0

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd., or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

MỤC LỤC

3	Tổng quan doanh nghiệp
8	Quan điểm đầu tư
12	Cập nhật KQKD Q1/2025 và Dự phóng
14	Định giá và khuyến nghị
18	Rủi ro
20	Phụ lục: Báo cáo tài chính

Tổng quan doanh nghiệp

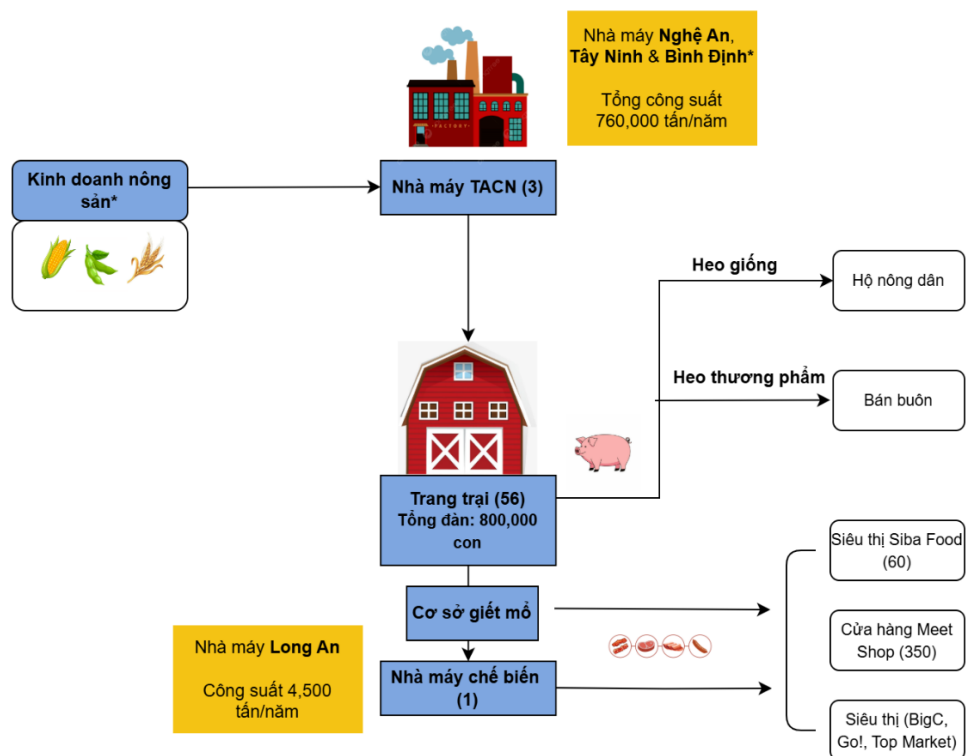
1. Lịch sử hình thành và phát triển

CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam được thành lập vào năm 2017 với vốn điều lệ 100 tỷ đồng. Ban đầu, công ty tập trung vào hoạt động truyền thống là kinh doanh nông sản, sau đó mở rộng sang mảng chăn nuôi heo thông qua việc đưa vào vận hành những trang trại đầu tiên trong năm 2018.

Năm 2021, công ty chính thức IPO và niêm yết trên sàn giao dịch HOSE; đồng thời góp vốn vào công ty liên kết là CTCP Siba Food Việt Nam với ngành nghề chính là kinh doanh hệ thống siêu thị, thực phẩm. Như vậy, BAF đã tiếp cận thêm một bước vào thị trường tiêu dùng thông qua hệ thống cửa hàng cùng 350 điểm Meatshop. Thịt heo trong siêu thị SIBA FOOD 100% mang thương hiệu BaF (BaF Meat).

Từ năm 2021 đến nay, công ty tập trung M&A chuỗi trại và mở rộng quy mô chăn nuôi, song song đó là chuyển dịch trọng tâm kinh doanh sang mảng chăn nuôi và thu hẹp dần mảng kinh doanh nông sản. Công ty sở hữu chuỗi hoàn thiện khép kín 3F, từ sản xuất thức ăn chăn nuôi (Feed) – chăn nuôi heo theo mô hình trang trại hiện đại (Farm) – đến chế biến và phân phối thực phẩm sạch ra thị trường (Food).

Mô hình kinh doanh của BAF (Q1/2025)



Nguồn: BAF, Shinhan Securities Vietnam

* Nhà máy sản xuất Thức ăn chăn nuôi (TACN) Bình Định được khởi công xây dựng vào Tháng 3/2025 và dự kiến đưa vào vận hành cuối 2025

* BAF giảm dần tỷ trọng mảng kinh doanh nông sản để tập trung phát triển mảng chăn nuôi. Đến Q1/2025, công ty không còn ghi nhận doanh thu từ mảng nông sản.

2. Hệ thống trang trại và nhà máy

Tính tới Tháng 4/2025, BAF sở hữu 56 trang trại chăn nuôi rải rác trên khắp cả nước, 2 nhà máy sản xuất Thức ăn chăn nuôi (TACN) tại Nghệ An và Tây Ninh với tổng công suất thiết kế là 460,000 tấn/năm; đồng thời vừa khởi công xây dựng nhà máy TACN thứ ba tại Bình Định với công suất 300,000 tấn/năm và dự kiến đi vào vận hành trong cuối năm 2025.

Bên cạnh đó, BAF còn sở hữu một nhà máy chế biến Long Hậu tại tỉnh Long An với công suất 4,500 tấn/năm. Sản phẩm đặc trưng của BAF là “heo ăn chay”, với đàn heo được nuôi bằng cám chay 100%, đảm bảo cung cấp thực phẩm sạch và an toàn đến tay người tiêu dùng. Chiến lược sắp tới của BAF là tập trung sản xuất các sản phẩm thịt chế biến có giá trị gia tăng cao hơn như chả giò và xúc xích..., đồng thời đẩy mạnh nâng cao nhận diện thương hiệu đối với sản phẩm của doanh nghiệp.

Một số hoạt động M&A trang trại gần đây

STT	Tên công ty	Địa điểm	Công suất dự kiến
1	Công ty TNHH Sản Xuất Rừng Xanh	Đắk Lắk	28,000 heo nái và 320,000 thịt
2	Công ty TNHH Chăn Nuôi Khuyến Nam Tiến	Đắk Lắk	2.500 heo nái và 30,000 thịt
3	Công ty TNHH Tuyết Hoa Đắk Lắk	Đắk Lắk	5,600 heo nái
4	Công ty CP Thành Sen HT-QT	Quảng Trị	3.600 heo nái
5	Công ty CP Hoàng Kim HT-QT	Quảng Trị	3,600 heo nái
6	Công ty CP Việt Thái HT	Quảng Trị	36,000 heo thịt
7	Công ty CP Hoàng Kim QT	Quảng Trị	36,000 heo thịt
8	Công ty CP Toàn Thắng HT	Quảng Trị	36,000 heo thịt
9	Công ty TNHH Xuân Nghi Phát	Tây Ninh	7,500 heo nái
10	Công ty TNHH Hòa Phát Bốn	Gia Lai	36,000 heo thịt
11	Công ty CP PT Nông Nghiệp Sạch Thanh Xuân	Thanh Hóa	2,400 heo nái
12	Công ty TNHH Chăn nuôi Nhất Quyết	Bình Phước	4,500 heo nái
13	Công ty TNHH Chăn nuôi Minh Phát	Bình Phước	4,500 heo nái

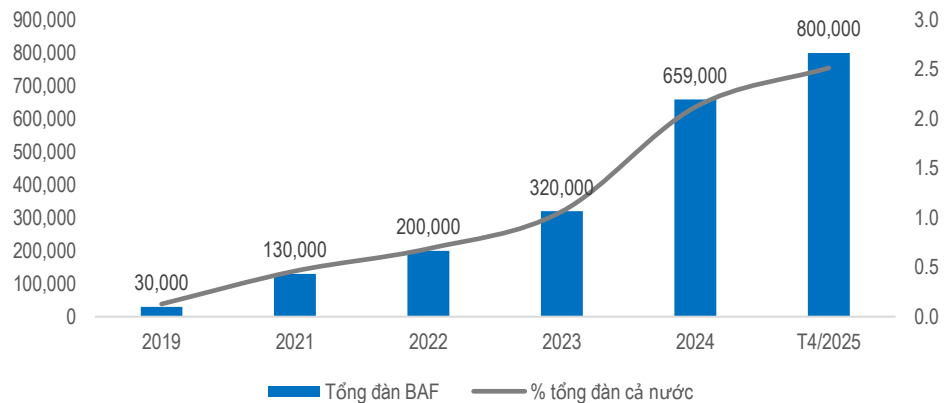
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tháng 9/2024, BAF công bố hợp tác chiến lược với tập đoàn Muyuan (Trung Quốc) – một trong những doanh nghiệp chăn nuôi heo lớn nhất thế giới. Điểm nhấn trong hợp tác là chuyển giao công nghệ thông tin và ứng dụng Trí tuệ nhân tạo (AI) vào quá trình vận hành chuồng trại, nhằm giúp công ty hoàn thành được mục tiêu mở rộng quy mô lên đến 450 nghìn heo nái và 10 triệu heo thương phẩm trong năm 2030. Hệ thống chuồng trại đa tầng hiện đại sẽ giúp giảm chi phí chăn nuôi và quỹ đất, ước tính giảm được 50-70% chi phí đất so với mô hình chuồng trại nhà trệt truyền thống, đồng thời cải thiện môi trường chăn nuôi với các biện pháp an toàn sinh học tiên tiến.

Nhờ tăng cường hoạt động M&A, quy mô tổng đàn của BAF đã tăng trưởng nhanh chóng, tổng đàn tính đến T4/2025 là 800,000 con; trong đó heo nái khoảng 75,000 con – đứng thứ 5 thị trường heo hơi Việt Nam.

Trang trại đa tầng của Muyuan ở tỉnh Hà Nam – Trung Quốc



Quy mô tổng đàn* của BAF (con)

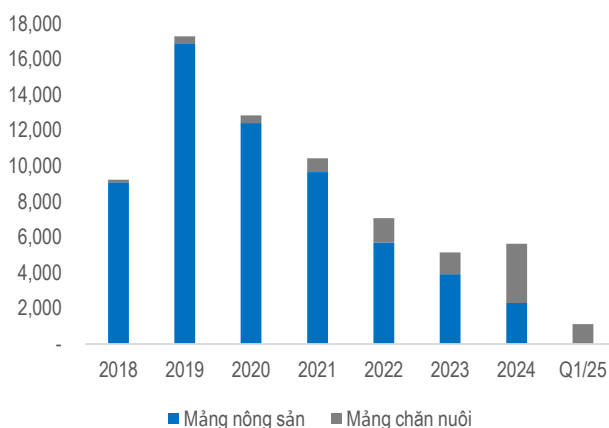
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Chăn nuôi Việt Nam, Shinhan Securities Vietnam

(*) Tổng đàn bao gồm heo nái và heo thịt

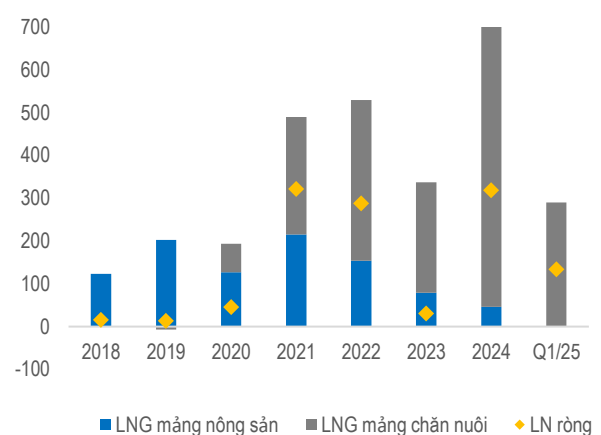
3. Doanh thu giảm do thu hẹp mảng kinh doanh nông sản nhưng lợi nhuận tăng mạnh nhờ tái cấu trúc hoạt động kinh doanh

Doanh thu giảm trong giai đoạn 2019 - 2023 do công ty chủ động cấu trúc lại hoạt động kinh doanh, thu hẹp dần mảng nông sản, đồng thời tăng cường M&A các chuỗi trại để mở rộng quy mô chăn nuôi. Từ việc chiếm hầu như toàn bộ doanh thu, tỷ trọng DT mảng nông sản chỉ còn 41% trong năm 2024. Trong khi đó, doanh thu chăn nuôi tăng trưởng nhanh chóng với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR)=70% trong giai đoạn 2019-2024 và đạt 3,328 tỷ đồng trong năm 2024. Sự thay đổi trong cơ cấu kinh doanh đã giúp biên lợi nhuận gộp cải thiện đáng kể, từ 1.3% năm 2019 lên 12.7% trong năm 2024.

Năm 2024 đánh dấu sự phục hồi mạnh mẽ của ngành chăn nuôi Việt Nam sau những khó khăn trong năm 2023. Giá heo hơi đã tăng đáng kể, từ mức 50 nghìn VND/kg vào đầu năm lên khoảng 68 - 73 nghìn VND/kg vào cuối năm. Tính chung cả năm 2024, giá heo hơi đã tăng từ 31% đến 35% so với năm 2023. Nhờ vậy mà BAF đã có một năm ghi nhận LNST đạt đỉnh 319 tỷ đồng, phần lớn nhờ vào đóng góp từ mảng chăn nuôi.

Cơ cấu doanh thu 2018-2024 (tỷ đồng)

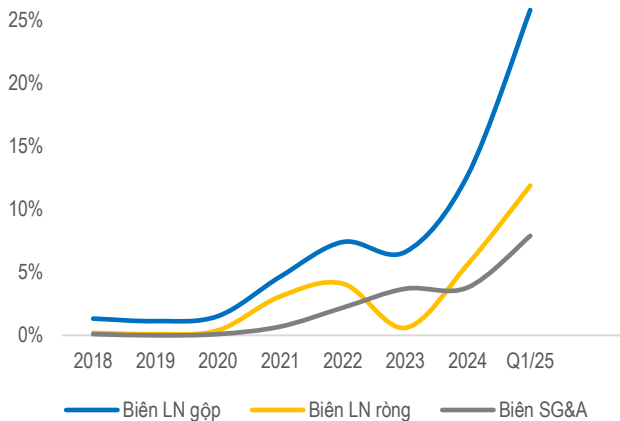
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu lợi nhuận 2018-2024 (tỷ đồng)

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

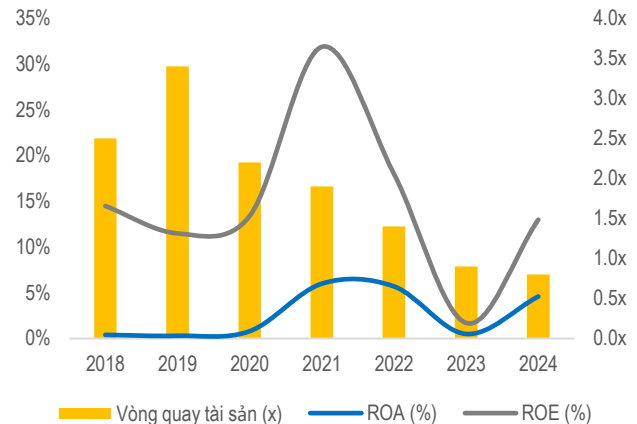
Biên LN ròng cũng cải thiện đáng kể theo thời gian. Riêng năm 2023, biên lợi nhuận ròng sụt giảm về 0.6% do chịu áp lực kép của doanh thu giảm trong bối cảnh tâm lý tiêu dùng thắt chặt và chi phí lãi vay lớn, khiến LNST chỉ còn 30 tỷ, giảm gần 90% YoY.

Biên lợi nhuận và chi phí 2018-2024



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam
*SG&A: Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp

Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

4. Tăng cường huy động nguồn vốn để tài trợ cho các hoạt động đầu tư mở rộng

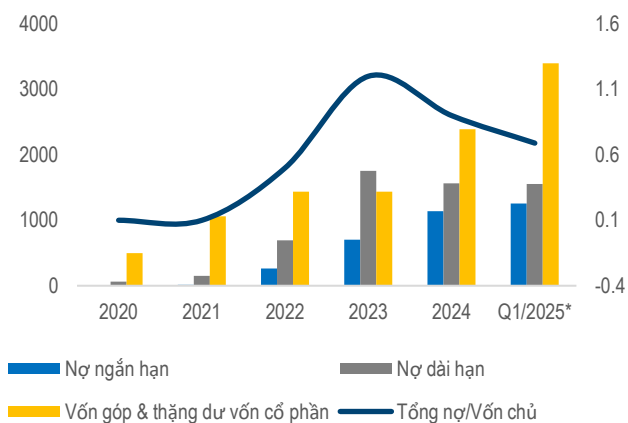
Để tài trợ cho các hoạt động mở rộng quy mô trang trại và đàn heo, BAF đã tăng mạnh quy mô vay nợ cũng như tiến hành các hoạt động tăng vốn. Tổng nợ ngắn hạn và nợ dài hạn tăng mạnh trong giai đoạn 2020-2024, khiến tỷ lệ Nợ/Vốn chủ cũng tăng mạnh lên mức 0.9 vào năm 2024.

Một số hoạt động huy động vốn gần đây:

- Tháng 3/2023, BAF phát hành trái phiếu chuyển đổi cho IFC với giá trị 600 tỷ đồng và lãi suất coupon 5.25%/năm, kỳ hạn 7 năm. Trái phiếu này có quyền chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông tại bất kỳ thời điểm nào đến trước ngày 15/03/2029 (ngày đáo hạn thứ nhất) và 15/03/2030 (ngày đáo hạn cuối cùng); hoặc chuyển đổi thành khoản vay với lãi suất 10.5%/năm.
- Tháng 5/2025, BAF cũng hoàn thành chào bán riêng lẻ 65 triệu cổ phiếu với giá 15,500 đồng/CP, tăng vốn lên thêm 1,007 tỷ đồng. Lượng cổ phiếu này được phép giao dịch từ ngày 27/03/2026.

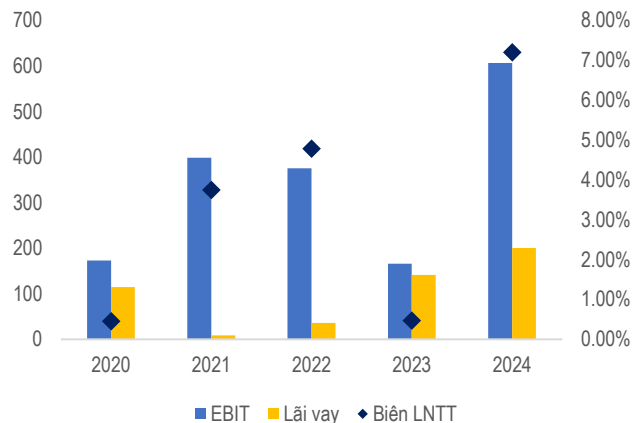
Với tỷ lệ đòn bẩy tương đối cao trong cấu trúc vốn, chi phí lãi vay là một yếu tố quan trọng gây ảnh hưởng đến lợi nhuận doanh nghiệp, đặc biệt là nếu môi trường lãi suất không thuận lợi hay trong những năm kinh doanh biến động.

Tăng huy động nguồn vốn để tài trợ cho việc mở rộng trang trại



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam
(*) Đã bao gồm ước tính tăng vốn do phát hành CP riêng lẻ trong Tháng 5/2025

Chi phí lãi vay (tỷ đồng)

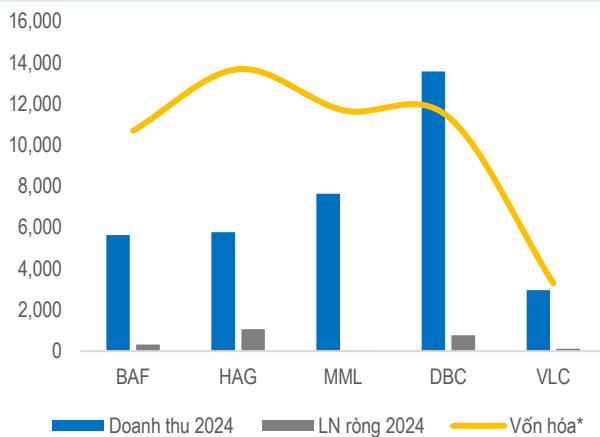


Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

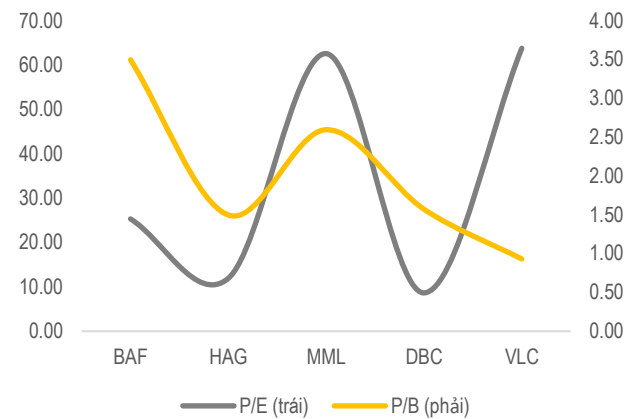


5. So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành

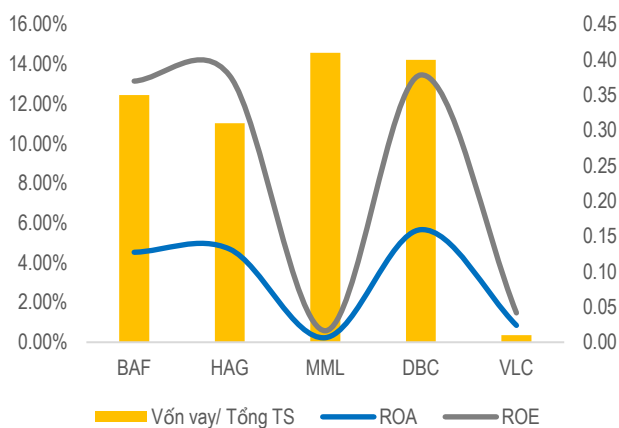
Quy mô doanh nghiệp (tỷ đồng)

Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam
*Dữ liệu vốn hóa tại ngày 04/07/2025

Các chỉ số định giá

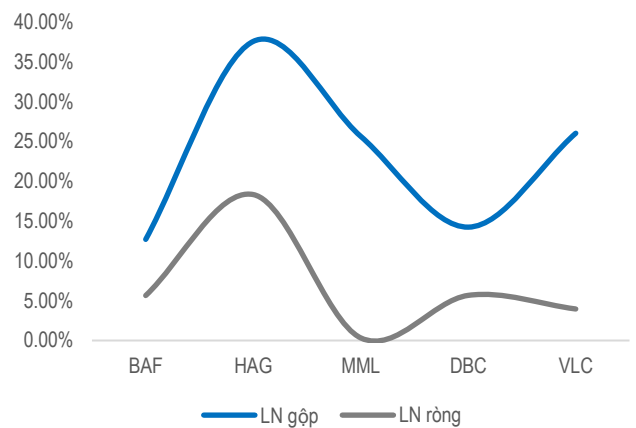
Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam
*Dữ liệu tại ngày 04/07/2025

Chỉ số hiệu quả hoạt động (FY2024)



Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam

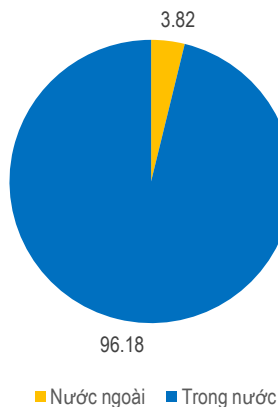
Tỷ suất lợi nhuận (FY2024)



Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam

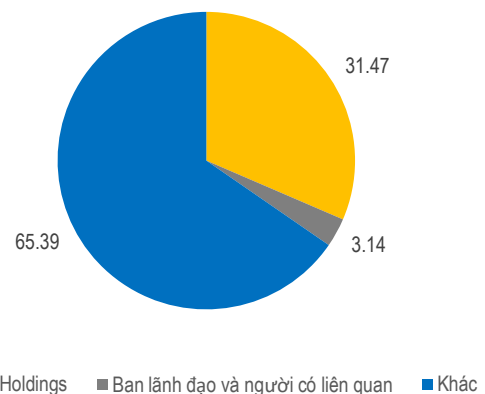
6. Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông trong nước và nước ngoài ngày 04/07/2025 (%)



Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ sở hữu của tổ chức ngày 04/07/2025 (%)



Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam

Quan điểm đầu tư

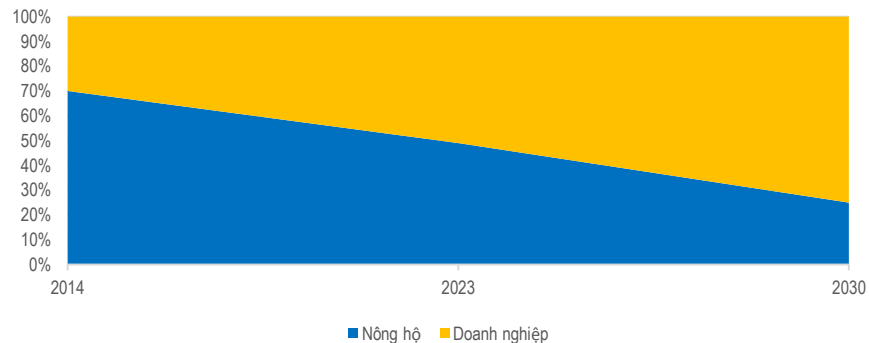
1. Luật chăn nuôi tạo lợi thế cho các doanh nghiệp mở rộng thị phần

Luật Chăn nuôi ra đời từ năm 2018, có hiệu lực từ năm 2020 nghiêm cấm hành vi chăn nuôi trong khu vực không được phép của thành phố, thị xã, thị trấn, khu dân cư. Theo quy định của luật, các địa phương có 5 năm kể từ khi luật có hiệu lực, nghĩa là cho đến ngày 1/1/2025 để thực hiện di dời các cơ sở chăn nuôi không phù hợp.

Như vậy, việc áp dụng Luật chăn nuôi khiến cho hàng chục nghìn cơ sở chăn nuôi trong nước phải di dời hoặc ngừng hoạt động, tạo ra rào cản gia nhập ngành và khiến chăn nuôi nhỏ lẻ khó khả thi. Cuộc "đại di dời" này cũng giúp định hình lại ngành nông nghiệp và tạo cơ hội cho các doanh nghiệp mở rộng thị phần. **Các doanh nghiệp có lợi thế về kỹ thuật chăn nuôi, chuồng trại, chi phí đầu vào... so với hộ nông dân, và do đó thường có chi phí giá vốn thấp hơn.** Chi phí sản xuất bình quân của BAF rơi vào khoảng 47 nghìn đồng/kg (2024), trong khi đó chi phí hộ nông dân cao hơn, dao động 52 – 53 nghìn đồng/kg, khiến cho doanh nghiệp có lợi thế tương đối so với nông hộ nhỏ lẻ, đặc biệt là trong điều kiện thị trường giá heo hơi biến động.

Thực tế cũng cho thấy cơ cấu ngành chăn nuôi đang dịch chuyển về phía các doanh nghiệp khi thị phần của khối nông hộ ngày càng thu hẹp, đặc biệt là sau biến cố dịch tả heo châu Phi (ASF) và đại dịch COVID-19. Ước tính thị phần nông hộ đã giảm mạnh trong mười năm trở lại đây, thu hẹp đáng kể từ 70% vào năm 2014 xuống còn 49% vào năm 2023 và dự kiến sẽ chỉ còn chiếm tỷ trọng 25% trong năm 2030.

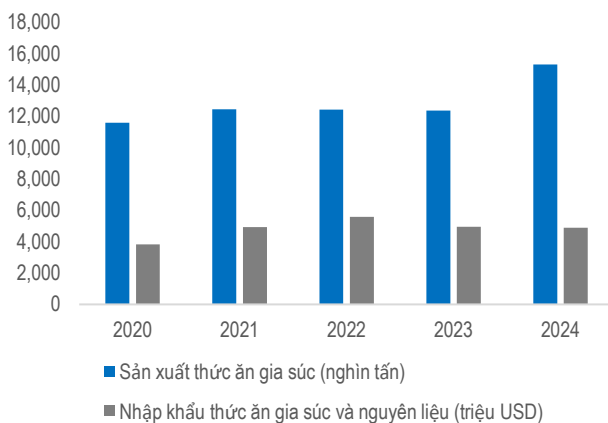
Sự chuyển dịch thị phần từ nông hộ sang doanh nghiệp chăn nuôi



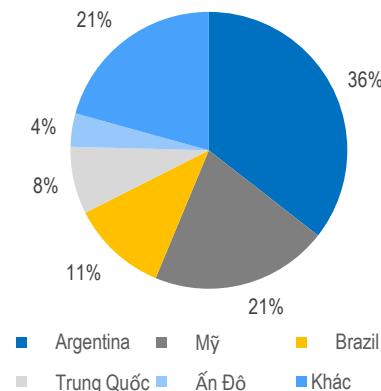
Nguồn: BAF, Securities Vietnam

2. Giá nguyên vật liệu sản xuất thức ăn chăn nuôi duy trì ổn định

Số liệu sản xuất và nhập khẩu thức ăn gia súc



Cơ cấu nhập khẩu thức ăn gia súc theo thị trường năm 2024



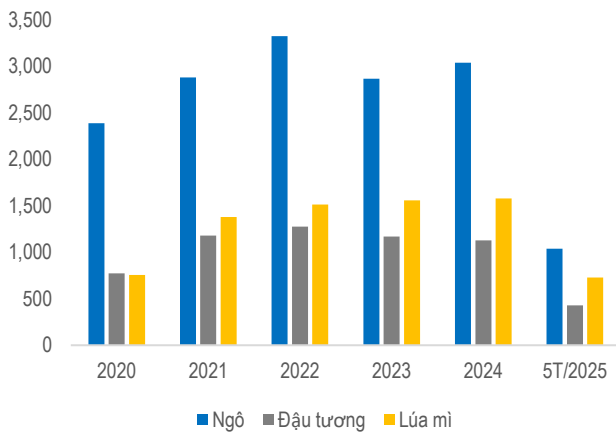
Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Ngành chăn nuôi Việt Nam vẫn chưa thể tự chủ hoàn toàn được nguồn nguyên liệu đầu vào và vẫn phụ thuộc vào nguồn nhập khẩu thức ăn chăn nuôi và nguyên liệu như ngô hạt, đậu tương, đạm động vật, bột xương... Năm 2024, cả nước sản xuất được hơn 15.3 triệu tấn thức ăn gia súc, bên cạnh đó cũng nhập khẩu 4.9 triệu USD thức ăn gia súc và nguyên phụ liệu. Các thị trường nhập khẩu chính là Argentina, Mỹ, Brazil... (xem biểu đồ).

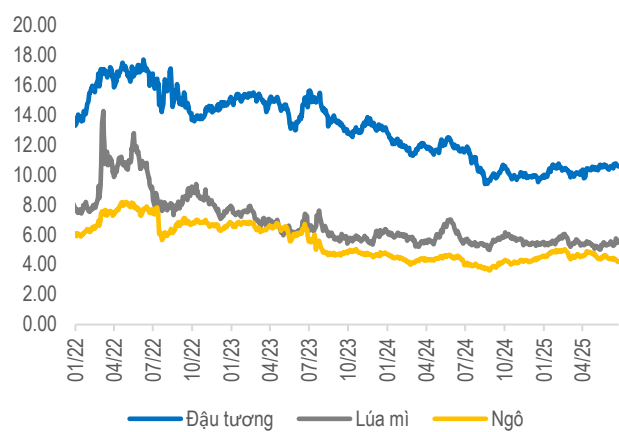
BAF sản xuất thức ăn chăn nuôi với nguyên liệu chủ yếu là ngô, khô đậu tương và lúa mì được nhập từ Nam Mỹ, Mỹ và Biển Đen. Thức ăn chăn nuôi là cấu phần chiếm tới 70% giá thành sản xuất trong ngành chăn nuôi heo, do đó biến động giá nguyên vật liệu là một yếu tố rất quan trọng ảnh hưởng đến biên lợi nhuận.

Giá trị nhập khẩu một số nguyên liệu TACN (triệu USD)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Diễn biến giá nguyên liệu TACN (USD/gia)



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Giá nhập khẩu các nguyên vật liệu chính để sản xuất thức ăn chăn nuôi như đậu tương, lúa mì, ngô đều đang ở vùng thấp trong vòng 3 năm trở lại đây - là một yếu tố hỗ trợ giúp giá thức ăn chăn nuôi duy trì ổn định, từ đó hỗ trợ cho biên lợi nhuận của các doanh nghiệp và hộ chăn nuôi.

Tình hình nhập khẩu các nguyên liệu TACN 5 tháng đầu năm 2025

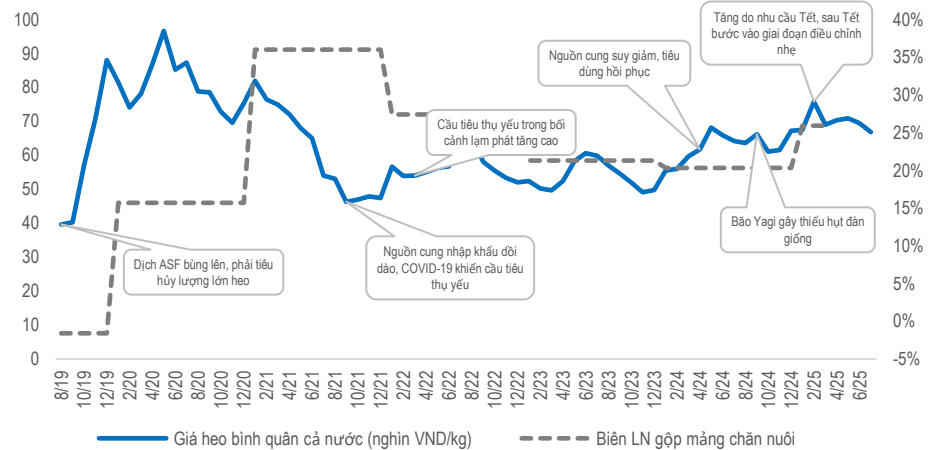
Nguyên phụ liệu	Sản lượng nhập khẩu (nghìn tấn)	Giá trị nhập khẩu (triệu USD)	Giá nhập khẩu trung bình	So với cùng kỳ 2024
Ngô	3,900	1,020	260.3 USD/tấn	+3.3%
Đậu tương	903.4	416.9	461.5 USD/tấn	-12.6%
Lúa mì	2,740	728.9	265.9 USD/tấn	-3.4%

Nguồn: Cục Chăn nuôi

3. Giá heo được kỳ vọng neo ở mức cao cho đến hết năm 2025

Tại thời điểm đầu tháng 7, giá heo hơi trên cả nước dao động trong khoảng từ 67 – 70 nghìn VND/kg, bình quân cả nước ở mức 67 nghìn VND/kg.

Tương quan giữa giá heo bình quân cả nước (trái) và biên LN gộp mảng chăn nuôi (phải)



Nguồn: AnovaFeed, Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

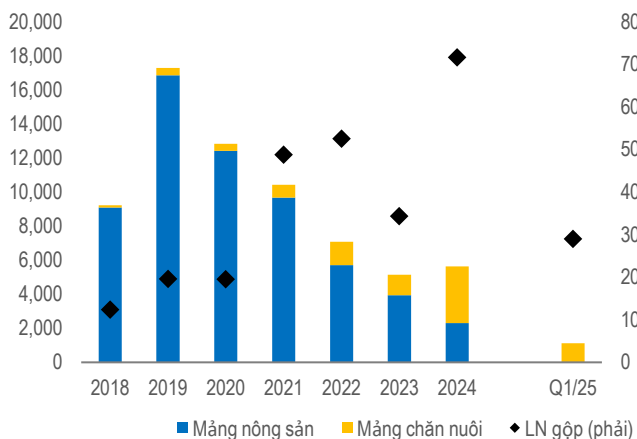
Giá heo Việt Nam tương đối biến động trong giai đoạn 5 năm trở lại đây. Trong năm 2019, dịch tả heo châu Phi (African Swine Fever - ASF) bắt đầu xuất hiện ở Việt Nam và nhanh chóng lây lan ra cả nước đã gây thiệt hại lớn cho ngành chăn nuôi heo, khiến hơn 6 triệu con heo bị tiêu hủy trong năm, các hộ chăn nuôi e ngại tái đàn và đồng thời cũng gây khan hiếm nguồn cung, đẩy giá heo tăng vọt và đỉnh điểm chạm mức 100 nghìn VND/ kg vào tháng 5/2020. Cho đến năm 2021 khi tình hình dịch bệnh về cơ bản được kiểm soát thì giá heo hạ nhiệt, duy trì quanh mức 50 nghìn VND/kg vào cuối năm.

Giá heo rục rịch tăng từ giữa năm 2024, một phần do các quy định về vùng chăn nuôi và tiêu dùng phục hồi, hiện tại đang neo ở mức 67 – 70 nghìn VND/kg. **Với tình hình con giống khan hiếm như hiện tại thì nguồn cung sẽ khó tăng mạnh, vì vậy chúng tôi cho rằng giá heo được duy trì cho đến hết năm 2025, là một yếu tố hỗ trợ duy trì biên lợi nhuận gộp tốt cho các doanh nghiệp chăn nuôi.**

4. Chuyển đổi trọng tâm kinh doanh sang lĩnh vực chăn nuôi giúp cải thiện biên lợi nhuận

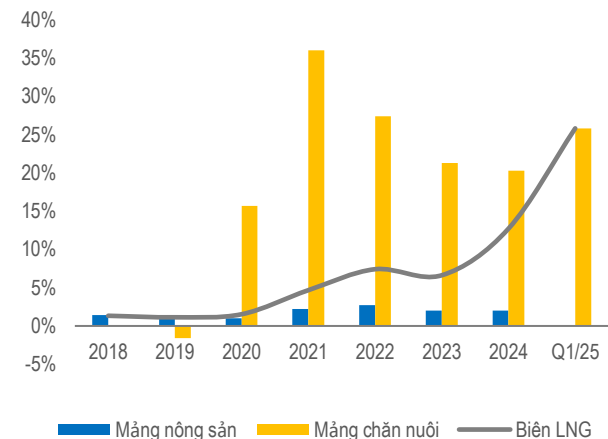
Hoạt động kinh doanh truyền thống của BAF là mua bán nông sản và vốn có biên lợi nhuận gộp thấp (dao động quanh mức 1-3%). Công ty mua các nguyên liệu thức ăn chăn nuôi và phân phối cho các nhà sản xuất thức ăn chăn nuôi tại Việt Nam. Trong khi đó mảng chăn nuôi có biên lợi nhuận gộp cao hơn, dao động từ 15-35% tùy thuộc vào tình hình thị trường.

Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biên lợi nhuận gộp các mảng kinh doanh



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Nhận thấy được tiềm năng to lớn của mảng chăn nuôi, công ty đã chủ động tái cấu trúc mô hình kinh doanh, thu hẹp dần mảng nông sản, đồng thời tăng cường M&A các chuồng trại để mở rộng quy mô chăn nuôi. Từ việc chiếm hầu như toàn bộ doanh thu, tỷ trọng mảng nông sản chỉ còn 41% trong năm 2024. Trong khi đó, doanh thu chăn nuôi tăng trưởng nhanh chóng với CAGR=70% trong giai đoạn 2019 - 2024 và đạt giá trị kỷ lục 3,328 nghìn tỷ đồng trong năm 2024. Sự chuyển dịch trong cơ cấu doanh thu đã giúp biên lợi nhuận gộp cải thiện đáng kể, từ 1.3% vào năm 2019 lên 12.7% vào năm 2024. Chúng tôi cho rằng đây là một bước đi chiến lược, giúp công ty kịp thời nắm bắt cơ hội từ Luật chăn nuôi để nhanh chóng mở rộng thị phần và gia tăng công suất.

Đáng chú ý là BAF định hướng **ngưng hoàn toàn hoạt động kinh doanh nông sản từ năm 2025 để tập trung toàn bộ nguồn lực phát triển mảng chăn nuôi**. Số liệu Q1/2025 cho thấy công ty không còn ghi nhận doanh thu từ kinh doanh nông sản. Toàn bộ doanh thu Q1/2025 đều đến từ mảng chăn nuôi, đồng thời biên lợi nhuận gộp cũng cải thiện lên 25.8% (so với cùng kỳ là 10.3%).

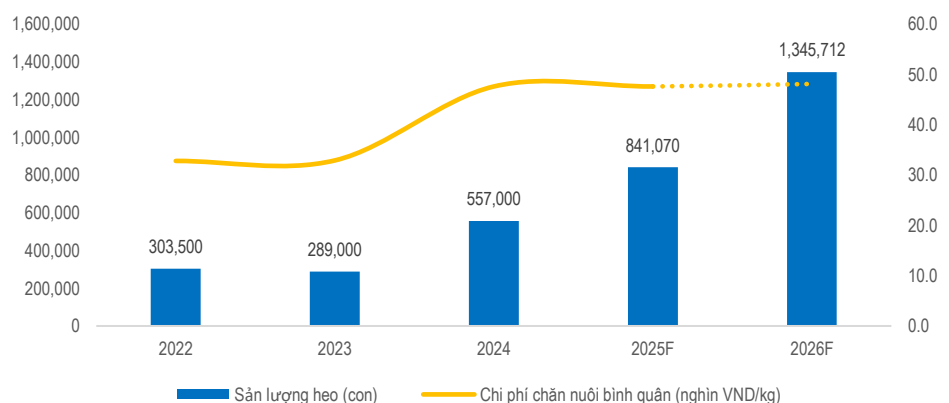
Cập nhật KQKD Q1/2025 và Dự phóng

Cập nhật KQKD Q1/2025

Tỷ đồng	Q1/2025	Q1/2024	Thay đổi (YoY)	Chú giải
Doanh thu thuần	1,124	1,248	-9.9%	
Mảng nông sản	-	764		<i>Ngưng kinh doanh nông sản</i>
Mảng chăn nuôi	1,124	481	133.7%	<i>Thị trường giá heo Q1 duy trì cao trên mức 70 nghìn đồng/kg, sản lượng bán heo bán heo đạt 160 nghìn con (+60% YoY)</i>
Lợi nhuận gộp	290	127	128.3%	
Mảng nông sản	-	18		
Mảng chăn nuôi	290	109	166.1%	
Lợi nhuận khác	2.7	98		<i>Q1/24 ghi nhận từ việc bán bất động sản</i>
Lợi nhuận sau thuế	134	119	12.6%	
Biên LN gộp	25.8%	10.2%	15.6%	
Mảng nông sản	-	2.4%		
Mảng chăn nuôi	25.8%	22.7%	3.1%	<i>Giá NVL sản xuất TACN duy trì ổn định và giá heo cao giúp biên LNG cải thiện</i>
Biên SG&A	7.9%	3.8%	4.1%	
Biên LNST	11.9%	9.5%	2.4%	

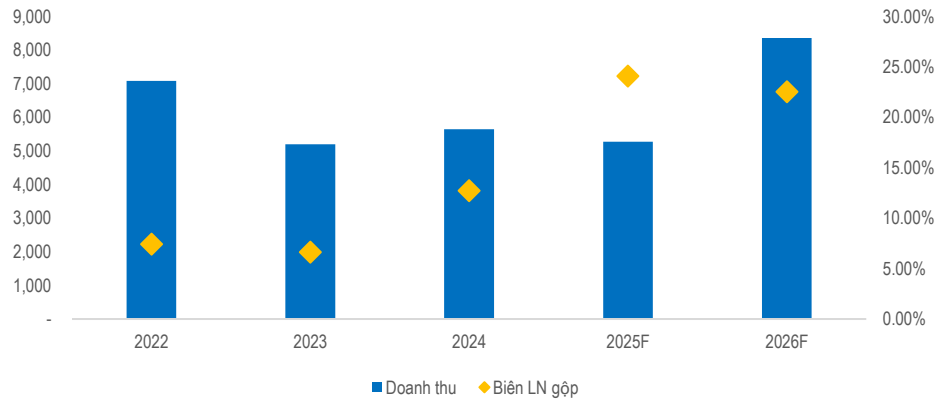
Với chiến lược đẩy mạnh nhân rộng quy mô đàn mà BAF đang theo đuổi, chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng chăn nuôi của BAF trong năm 2025 tăng trưởng 58.5% lên mức 5,274 tỷ đồng với giả định sản lượng heo thương phẩm tăng lên 841,070 con; đồng thời biên lợi nhuận gộp cũng cải thiện lên 24.1% nhờ (1) hoàn toàn tập trung nguồn lực vào mảng chăn nuôi và (2) giá heo bình quân năm 2025 tăng 5% YoY. Tuy nhiên, không còn ghi nhận doanh thu từ mảng nông sản nên tổng Doanh thu thuần sụt giảm nhẹ so với 2024.

Dự phóng sản lượng heo thương phẩm (con)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam ước tính

* Giả định cân nặng xuất chuồng bình quân của heo hơi là 100 kg

Dự phóng doanh thu (nghìn tỷ) và biên lợi nhuận gộp (%)

Nguồn: Dữ liệu công ty Shinhan Securities Vietnam

Triển vọng doanh thu, lợi nhuận của BAF

(Đơn vị: tỷ VND)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	5,199	5,641	5,274	8,357	12,744
Lợi nhuận gộp	343	716	1,271	1,884	2,574
Lợi nhuận từ HĐKD	33	302	761	1,300	1,851
Lợi nhuận ròng	30	319	649	1,113	1,587
Biên lợi nhuận (%)					
Biên lợi nhuận gộp	6.6	12.7	24.1	22.5	20.2
Biên lợi nhuận từ HĐKD	0.6	5.4	14.4	15.6	14.5
Biên lợi nhuận ròng	0.6	5.7	12.3	13.3	12.5
Tăng trưởng (%YoY)					
Doanh thu thuần	-26.6	8.5	-6.5	58.5	52.5
Lợi nhuận gộp	-34.7	108.7	77.5	48.2	36.6
Lợi nhuận từ HĐKD	-90.4	815.2	152.0	70.8	42.4
Lợi nhuận ròng	-89.6	963.3	103.4	71.5	42.6

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam ước tính

Định giá và khuyến nghị

Khuyến nghị Giữ với giá mục tiêu 37,800 VND

Chúng tôi đưa ra định giá lần đầu đối với CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam với giá mục tiêu ở mức 37,800 VND, tương ứng với mức tăng 12.3% so với thị giá hiện tại.

Chúng tôi áp dụng kết hợp phương pháp định giá P/E và Chiết khấu dòng tiền (DCF) với tỷ trọng lần lượt là 50% và 50% để định giá cổ phiếu. Đối với phương pháp P/E, chúng tôi thu thập dữ liệu từ các doanh nghiệp trong cùng ngành có quy mô tương đồng với BAF hoạt động trong nước và khu vực châu Á - Thái Bình Dương. Trung bình P/E của các doanh nghiệp trong thống kê (ngoại trừ BAF) ở mức 19.2x. Kết hợp cùng EPS dự phóng năm 2025 ở mức 2,121 VND, chúng tôi kỳ vọng giá mục tiêu là 40,723 VND.

So sánh các doanh nghiệp trong ngành						
Mã chứng khoán	Tên công ty	Quốc gia	Vốn hóa (tỷ VND)	P/E (TTM)	Tăng trưởng EPS (TTM- YoY)	ROE (TTM)
HAG VN Equity	Hoàng Anh Gia Lai	Việt Nam	13,957	12.18	-36.0%	13.4%
DBC VN Equity	Tập đoàn DABACO	Việt Nam	11,479	8.73	130.5%	19.0%
MML VN Equity	Masan MEATLife	Việt Nam	11,092	59.40	160.5%	4.3%
300498 CH Equity	Wens Foodstuff Group Co L-A	Trung Quốc	423,686	8.26	N/A	26.6%
CPF TB Equity	Charoen Pokphand Foods Pub	Thái Lan	144,305	6.53	N/A	8.5%
Trung bình	19.2x					
EPS 2025F (VND)	2,121					
Giá mục tiêu (VND)	40,723					

Nguồn: Finpro, Bloomberg, Shinhan Securities Company

Đối với phương pháp FCFF, chúng tôi sử dụng lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam 10 năm ở mức 3.1% là lãi suất phi rủi ro, Beta được tính toán dựa trên tương quan dữ liệu giá lịch sử của BAF và VNINDEX. Dựa trên các giả định đó, giá mục tiêu theo phương pháp FCFF của BAF được xác định ở mức 34,828 đồng.

Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)

WACC	9.8%
Lãi suất phi rủi ro	3.1%
Phần bù rủi ro vốn cổ phần	8.35%
Beta	0.84
Chi phí nợ	8.6%
Chi phí sử dụng vốn	10.1%
Tỷ lệ nợ trên vốn	0.22
Giá trị nợ vay (tỷ VND)	2,210

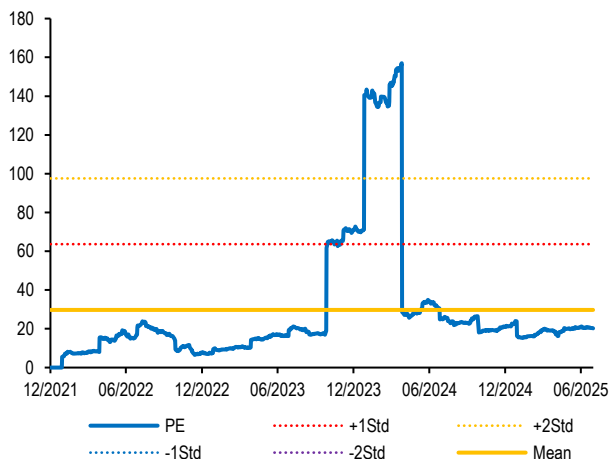
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Mô hình định giá FCF của BAF

Đơn vị: tỷ VND	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
LN ròng	649	1,113	1,587	2,144	2,971
Cộng: Khấu hao và phân bổ	253	313	357	388	407
Cộng: Lãi vay sau thuế	186	180	161	152	160
Trừ: Vốn đầu tư	(1,076)	(980)	(873)	(861)	(936)
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	(403)	(421)	(489)	(1,231)	(1,435)
Dòng tiền tự do (FCFF)	(391)	205	743	592	1,167
Tỷ lệ chiết khấu	0.95	0.87	0.79	0.73	0.66
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	1,596				
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2.0%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	10,072				
Giá trị doanh nghiệp	11,668				
Nợ vay	2,210				
Tiền và tương đương tiền	1,141				
Lợi ích cổ đông thiểu số	10.7				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tỷ đơn vị)	0.30402				
Giá mục tiêu (VND)	34,828				

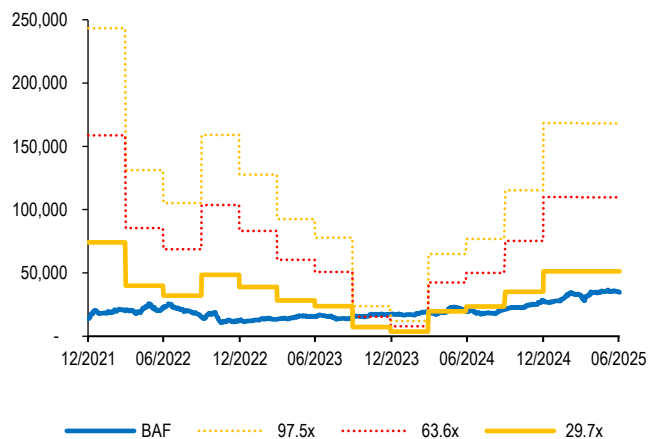
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PER của BAF



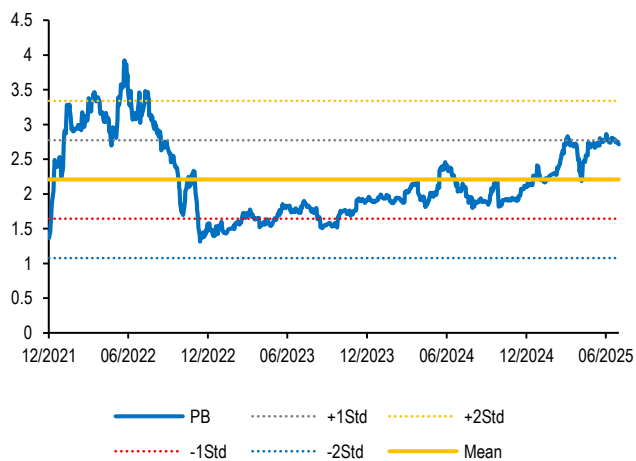
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PER band của BAF



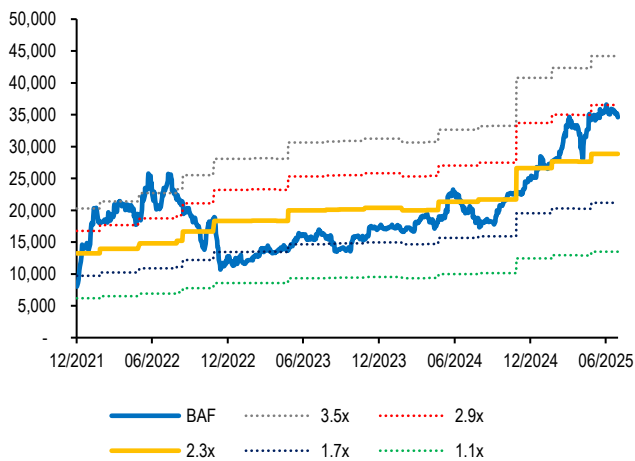
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR của BAF



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PBR của BAF



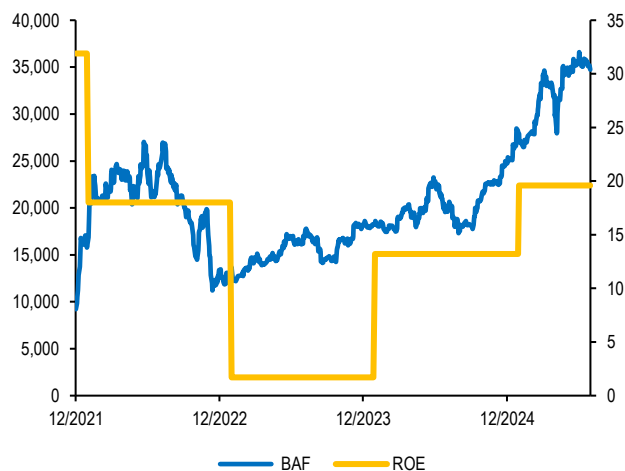
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

EV/EBITDA của BAF



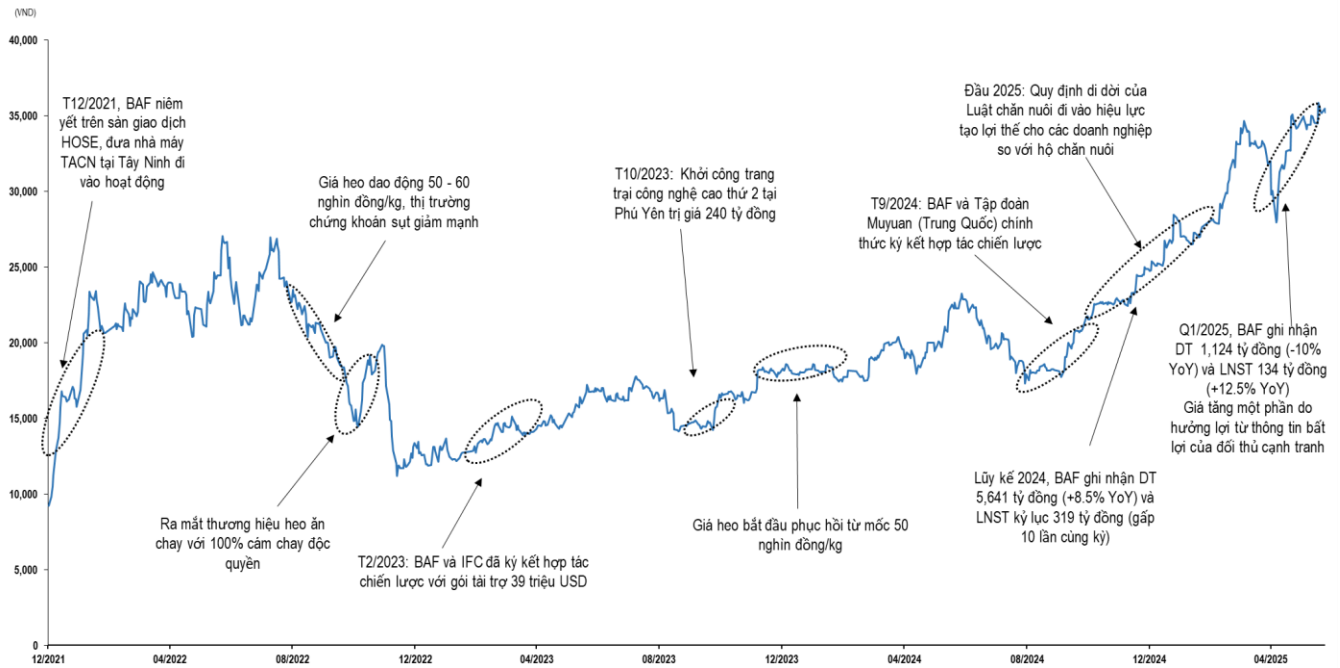
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá và ROE của BAF



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Những sự kiện quan trọng của BAF



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro

Rủi ro dịch bệnh

Dịch bệnh là một trong những rủi ro lớn nhất ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động sản xuất và hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp chăn nuôi. Các bệnh truyền nhiễm như dịch tả heo châu Phi (ASF), heo tai xanh hay lở mồm long móng có thể gây thiệt hại nghiêm trọng, làm sụt giảm đàn heo, tăng chi phí phòng bệnh và tiêu hủy. Ngoài ra, dịch bệnh còn gây tâm lý e ngại từ phía người tiêu dùng, có thể dẫn đến nhu cầu tiêu dùng suy giảm trong ngắn hạn. Mặc dù đã phát triển được vắc-xin phòng bệnh cũng như áp dụng các biện pháp kiểm soát về an toàn sinh học, nguy cơ tái bùng phát dịch bệnh vẫn luôn hiện hữu, đặc biệt trong bối cảnh thời tiết biến đổi thất thường.

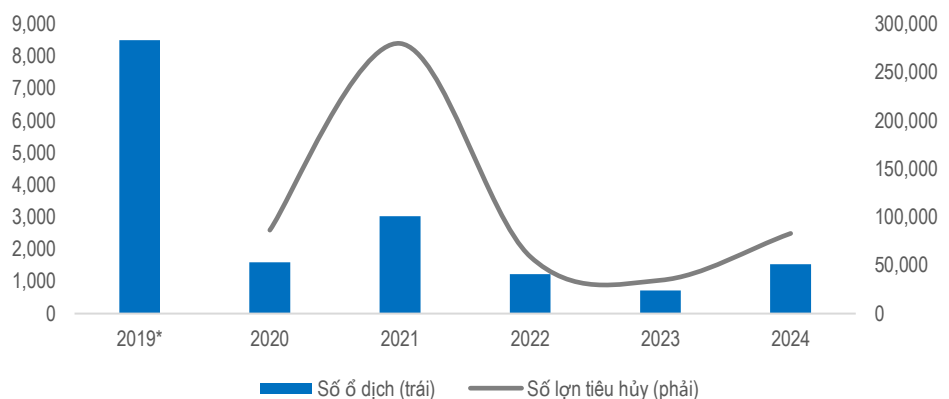
Các bệnh phổ biến ở đàn heo

Bệnh	Triệu chứng	Ảnh hưởng	Tình trạng vắc-xin
Dịch tả heo châu Phi (ASF)	Sốt cao, bỏ ăn, xuất huyết da, tử vong nhanh	Rất nghiêm trọng – tỷ lệ chết gần 100%	Đã có vắc-xin thương mại cho heo thịt, chưa có đối với heo nái và heo giống; tiêm phòng chưa rộng rãi
Tai xanh (PRRS)	Giảm năng suất sinh sản, suy giảm miễn dịch và các bệnh kế phát	Nặng - ảnh hưởng sinh sản và tăng trưởng	Đã có vắc-xin
Lở mồm long móng (FMD)	Mụn nước, đi khắp khiếm, giảm năng suất thịt	Nặng	Đã có vắc-xin nhưng phải tiêm định kỳ 4-6 tháng
Tụ huyết trùng	Sốt cao, tím tái, chết đột ngột	Nặng đến trung bình	Đã có vắc-xin

Nguồn: Shinhan Securities Vietnam tổng hợp

Dịch bệnh có thể được xem là nguy hiểm nhất chính là dịch ASF. Dịch bắt đầu xuất hiện ở Việt Nam từ tháng 2 năm 2019 ở Hưng Yên và nhanh chóng lan rộng ra các tỉnh thành, gây thiệt hại vô cùng to lớn cho các hộ chăn nuôi với ước tính hơn 6 triệu con heo đã phải tiêu hủy trong năm 2019 với khoảng 8,500 ổ dịch trên phạm vi khắp 62/63 tỉnh thành. Hiện tại dịch ASF có thể được xem là trong tầm kiểm soát khi đã có vắc-xin được cấp phép thương mại hóa và các biện pháp chăn nuôi an toàn ngày càng được đẩy mạnh, tuy nhiên vẫn còn nguy cơ tái dịch do tiêm chủng vẫn chưa đồng đều ở hộ nhỏ lẻ.

Diễn biến dịch ASF qua các năm



Nguồn: Chăn nuôi Việt Nam, Shinhan Securities Vietnam

(*) Năm 2019 tiêu hủy khoảng 6 triệu heo bệnh

Rủi ro môi trường – khí hậu và thiên tai gây ảnh hưởng đến đàn chăn nuôi

Rủi ro môi trường – khí hậu và thiên tai là một trong những yếu tố tác động mạnh đến ngành chăn nuôi. Những biến động như nắng nóng kéo dài, rét mướt, bão lũ không chỉ làm heo bị stress, giảm sức đề kháng, dễ nhiễm bệnh mà còn ảnh hưởng nghiêm trọng đến cơ sở hạ tầng chuồng trại, nguồn nước và nguồn thức ăn. Ngoài ra, tình trạng ngập úng kéo dài sau mưa lũ cũng khiến môi trường chăn nuôi ô nhiễm, gia tăng nguy cơ bùng phát dịch bệnh, khiến người chăn nuôi thiệt hại kéo về cả số lượng và chi phí điều trị, tái đàn.

Gần đây nhất là bão Yagi năm 2024 đổ bộ vào các tỉnh phía Bắc đã gây thiệt hại nặng nề, làm sập hàng nghìn chuồng trại, cuốn trôi con giống và làm gián đoạn chuỗi cung ứng thức ăn chăn nuôi, khiến giá heo hơi tăng cục bộ tại một số địa phương.

Di dời heo ra khỏi trang trại ngập nước tại tỉnh Bắc Ninh trong bão Yagi



Nguồn: Chăn nuôi Việt Nam, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro biến động giá heo hơi

Rủi ro biến động giá heo hơi là một trong những thách thức lớn nhất đối với các doanh nghiệp chăn nuôi. Giá heo hơi tại Việt Nam thường biến động theo chu kỳ, chịu ảnh hưởng bởi cung-cầu nội địa, chi phí nguyên liệu đầu vào, dịch bệnh và cả yếu tố thời vụ. Khi nguồn cung tăng mạnh hoặc sức tiêu dùng yếu, giá heo có thể giảm sâu gây sụt giảm biên lợi nhuận. Việc phụ thuộc nhiều vào thị trường nội địa trong khi xuất khẩu thịt heo còn hạn chế khiến rủi ro này càng đáng lo ngại, buộc các doanh nghiệp phải liên tục điều chỉnh quy mô sản xuất, giá bán và chính sách tồn kho một cách linh hoạt để ứng phó.

Rủi ro pháp lý và chính sách

Rủi ro pháp lý và chính sách trong chăn nuôi phát sinh từ sự thay đổi của các quy định liên quan đến môi trường, an toàn sinh học, phòng chống dịch bệnh, đất đai và xây dựng trang trại. Doanh nghiệp cũng như hộ chăn nuôi có thể gặp khó khăn trong việc xin cấp phép đầu tư, đánh giá tác động môi trường, hay chuyển đổi mục đích sử dụng đất, đặc biệt là đối với mô hình trang trại cao tầng vẫn còn khá mới mẻ. Bên cạnh đó, các chính sách về khuyến khích nhập khẩu hay ưu đãi đầu tư cho doanh nghiệp FDI cũng có thể làm ảnh hưởng đến năng lực cạnh tranh của các doanh nghiệp chăn nuôi nội địa.

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Tổng tài sản	4,729	6,534	7,449	8,930	10,781
Tài sản ngắn hạn	2,663	3,148	3,081	3,738	4,922
Tiền và tương đương tiền	151	95	149	762	371
Đầu tư TC ngắn hạn	100	327	291	264	418
Các khoản phải thu	1,503	1,105	444	892	1,249
Hàng tồn kho	989	1,088	882	1,593	2,156
Tài sản ngắn hạn khác	-80	533	1,315	227	728
Tài sản dài hạn	2,066	3,386	4,368	5,192	5,859
Tài sản cố định	1,096	1,617	2,394	3,018	3,395
Chi phí xây dựng cơ bản	353	902	892	981	936
Tài sản dài hạn khác	970	1,769	1,974	2,174	2,464
Tổng nợ	2,986	4,625	4,513	4,338	5,076
Nợ ngắn hạn	2,292	3,011	3,065	2,788	3,771
Khoản phải trả	1,901	2,188	1,771	1,470	2,330
Vay và nợ thuê tài chính ngắn	264	704	1,139	1,170	1,199
Khác	127	119	155	148	242
Nợ dài hạn	695	1,614	1,449	1,550	1,305
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	693	1,156	965	1,043	776
Khác	2	458	484	507	529
Vốn chủ sở hữu	1,743	1,908	2,936	4,592	5,705
Vốn góp chủ sở hữu	1,435	1,435	2,390	3,040	3,040
Quỹ đầu tư phát triển	0	0	0	358	358
Vốn khác	9	148	148	151	158
Lợi nhuận giữ lại	299	325	398	1,043	2,149
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	8	9	11	10
*Nợ vay	957	1,860	2,104	2,213	1,975
*Nợ ròng (tiền)	706	1,438	1,664	1,187	1,186

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Tiền từ HĐKD	(269)	(420)	(292)	497	929
Lợi nhuận ròng	288	30	319	649	1,113
Khấu hao TSCĐ	59	105	165	253	313
(Lãi) từ HĐ đầu tư	36	152	217	216	209
Thay đổi vốn lưu động	(649)	(467)	(754)	(403)	(421)
Thay đổi khác	(3)	(240)	(239)	(218)	(285)
Tiền từ HĐ đầu tư	(579)	(1,155)	(574)	(1,023)	(1,104)
Thay đổi tài sản cố định	(505)	(988)	(504)	(1,076)	(980)
Thay đổi tài sản đầu tư	(86)	(224)	36	27	(154)
Khác	12	57	(106)	26	30
Tiền từ HĐ tài chính	758	1,519	920	1,140	(216)
Thay đổi vốn cổ phần	-	138	711	1,008	-
Tiền vay/(trả) nợ	758	1,381	213	132	(216)
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	-	-	(4)	-	-
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	(90)	(56)	54	614	(391)
Tổng tiền đầu năm	241	151	95	149	762
Thay đổi trong tỷ giá	-	-	-	-	-
Tổng tiền cuối năm	151	95	149	762	371

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

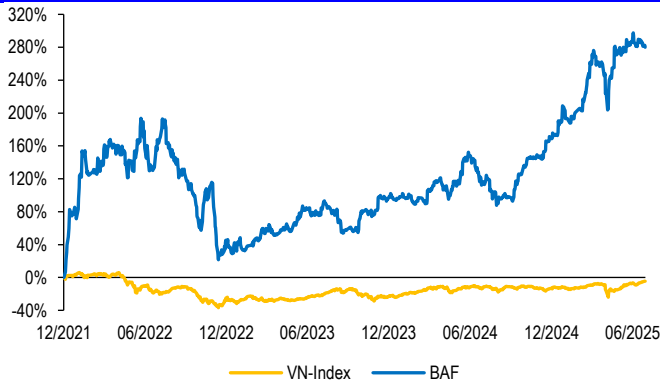
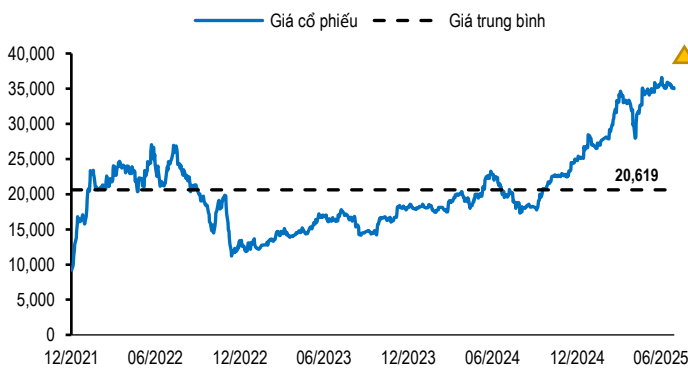
Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	7,083	5,199	5,641	5,274	8,357
Tăng trưởng (%)	-32.1	-26.6	8.5	-6.5	58.5
Giá vốn hàng bán	(6,558)	(4,856)	(4,924)	(4,003)	(6,473)
Lợi nhuận gộp	525	343	717	1,271	1,884
Biên lợi nhuận gộp (%)	7.4	6.6	12.7	24.1	22.5
Chi phí BH & QLDN	(160)	(193)	(214)	(316)	(401)
LN từ HĐKD	365	150	503	955	1,483
Tăng trưởng (%)	(12.5)	(58.8)	233.6	90.0	55.3
Biên LN từ HĐKD (%)	5.2	2.9	8.9	18.1	17.7
LN khác	(27)	(126)	(96)	(201)	(189)
Thu nhập tài chính	8	38	22	31	37
Chi phí tài chính	(31)	(155)	(222)	(225)	(220)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(36)	(141)	(201)	(216)	(209)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	(4)	(9)	104	(7)	(6)
LNIT	339	25	406	754	1,294
Thuế TNDN	(51)	6	(87)	(106)	(181)
LNST	288	31	319	648	1,113
Tăng trưởng (%)	(10.6)	(89.5)	952.5	103.4	71.5
Biên lợi nhuận ròng (%)	4.1	0.6	5.7	12.3	13.3
LNST cổ đông công ty mẹ	287	26	317	645	1,106
Lợi ích CĐTTS	1	5	2	3	7
LN trước thuế và lãi vay	375	166	607	970	1,503
Tăng trưởng (%)	(6.0)	(55.7)	265.7	59.8	54.9
Biên LN (%)	5.3	3.2	10.8	18.4	18.0
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	434	271	772	1,223	1,816
Tăng trưởng (%)	(6.0)	(37.6)	184.9	58.4	48.5
Biên LN (%)	6.1	5.2	13.7	23.2	21.7

Chỉ số tài chính

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
EPS (đồng)	1,998	157	1,556	2,121	3,638
BPS (đồng)	12,041	13,178	12,244	15,061	18,699
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
PER (x)	9.4	140.7	16.2	17.8	10.4
PBR (x)	1.5	1.9	2.3	2.5	2.0
EV/EBITDA (x)	7.9	21.9	14.2	9.5	6.4
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Lãi cổ tức (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	6.1	5.2	13.7	23.2	21.7
Biên LN từ HĐKD (%)	5.2	2.9	8.9	18.1	17.7
Biên LNST (%)	4.1	0.6	5.7	12.3	13.3
ROA (%)	6.1	0.6	4.6	7.9	11.3
ROE (%)	16.5	1.7	13.2	17.2	21.6
Khả năng tài chính					
Nợ vay /Vốn chủ sở hữu (%)	54.9	97.5	71.7	48.2	34.6
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	11.0	14.0	14.4	36.8	20.9
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	10.4	1.2	3.0	4.5	7.2
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	163.1	134.0	131.7	162.5	92.2
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	54.8	93.0	139.0	180.1	130.7
Số ngày khoản phải thu (ngày)	105.1	77.4	34.9	30.3	35.0

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam (BAF VN)**Giá cổ phiếu****Giá mục tiêu**

Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%)	
			TB	Cao/Thấp
09/07/2025 (BC lần đầu)	GIỮ	37,800	40.7	3.3/118.5

Lưu ý: Tính toán chênh lệch giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu	Ngành
♦ MUA: Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên ♦ GIỮ: Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15% ♦ BÁN: Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%	♦ TÍCH CỰC: Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA ♦ TRUNG LẬP: Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ ♦ TIÊU CỰC: Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- ♦ The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Nhi Nguyen

Important Disclosures & Disclaimers

- ♦ As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: VNM VN
- ♦ Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- ♦ As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- ♦ Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- ♦ All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- ♦ This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- ♦ This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- ♦ Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- ♦ United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- ♦ All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

Shanghai

Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang, Thu Thiem Ward,
Thu Duc City, Ho Chi Minh City, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000

Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599