

# BÁO CÁO PHÂN TÍCH DOANH NGHIỆP

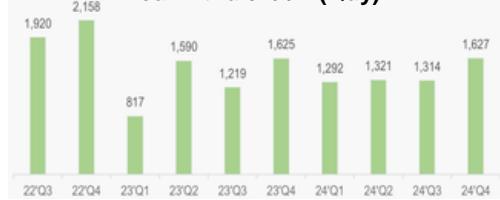
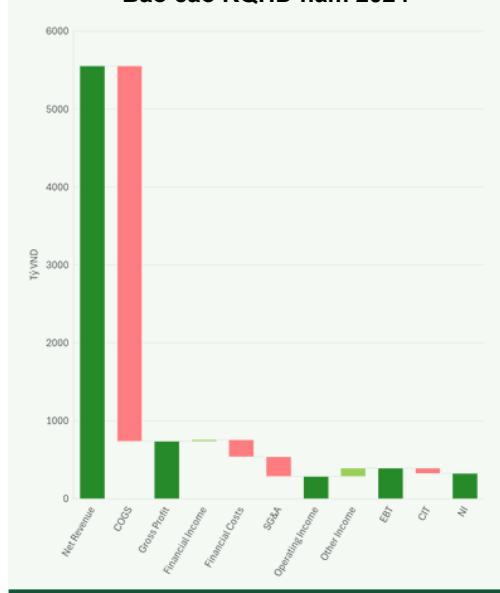
T3/2025

CTCP Nông nghiệp BaF  
(HOSE: BAF)



**Dữ liệu công ty (15/03/2025)**

Đóng cửa gần nhất (Nghìn VND)	33.200
Vốn hóa thị trường (Tỷ VND)	7,932.95
Số lượng cổ phiếu lưu hành (Triệu cổ phiếu)	239.02
Giá cao nhất trong 52 tuần qua (Nghìn VND)	34.650
Giá thấp nhất trong 52 tuần qua (Nghìn VND)	17.300
EBITDA (Tỷ đồng)	667.00
EPS (Nghìn đồng)	1.350
<b>Kết quả định giá</b>	
DCF - Bi quan	22.704
DCF - Cơ bản	33.682
DCF - Lạc quan	46.170
So sánh - EV/Doanh thu (Trung bình)	34.880
So sánh - P/E (Trung vị)	31.170
Mức giá mục tiêu	33.682
Tăng/ giảm so giá đóng cửa	1.45%

**Doanh thu thuần (Quý)**

**Báo cáo KQHĐ năm 2024**

**SỨ MỆNH**

"Kiến tạo con đường hạnh phúc bằng việc cung cấp thực phẩm sạch, tươi ngon từ quy trình sản xuất khép kín, hợp tác với nông dân liên kết chăn nuôi, tiên phong phát triển nông nghiệp xanh – bền vững."

**TỔNG QUAN BÁO CÁO**

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu **Công ty Cổ phần Nông nghiệp BAF (HSX: BAF)** với **giá mục tiêu 33.638 VND/cổ phiếu**, tương ứng với mức **tăng 1,45%** so với giá đóng cửa gần nhất. Định giá được thực hiện bằng phương pháp **chiết khấu dòng tiền (DCF)**, phản ánh tiềm năng tăng trưởng của công ty trong bối cảnh ngành chăn nuôi heo đang chuyển đổi sang mô hình chuyên nghiệp hóa và hiện đại hóa.

**BAF** là một trong những **doanh nghiệp chăn nuôi hàng đầu tại Việt Nam** với mô hình kinh doanh tích hợp dọc 3F (**Feed - Farm - Food**). Công ty hiện sở hữu gần 30 trang trại, 02 nhà máy sản xuất thức ăn chăn nuôi đạt chuẩn quốc tế và 01 nhà máy chế biến. BAF đang mở rộng quy mô nhanh chóng, đặt mục tiêu đạt 1 triệu heo thương phẩm vào năm 2025 và 10 triệu con vào năm 2030. Bên cạnh đó, việc hợp tác chiến lược với Muyuan và các sáng kiến như "chung cư nuôi heo" giúp công ty tối ưu hóa chi phí và cải thiện lợi nhuận.

**LUẬN ĐIỂM NỔI BẬT**

**(1) Tận dụng xu hướng tăng trưởng ngành để nâng cao vị thế** Ngành chăn nuôi heo Việt Nam dự kiến tăng trưởng 3-4%/năm trong giai đoạn 2026-2030 nhờ nhu cầu tiêu thụ cao và chính sách chuyên nghiệp hóa chăn nuôi. BAF, với chiến lược mở rộng mạnh mẽ, đang hướng tới vị trí Top 2 doanh nghiệp chăn nuôi hàng đầu Việt Nam.

**(2) Lợi thế cạnh tranh bền vững** BAF sở hữu mô hình tích hợp dọc, giúp tối ưu hóa chi phí và giảm thiểu rủi ro biến động giá nguyên liệu. Công ty có lợi thế tự chủ con giống và thức ăn chăn nuôi (73%, hướng tới 100%), cùng công nghệ chuồng trại hiện đại từ Muyuan.

**(3) Triển vọng tài chính khả quan** Giá heo hơi phục hồi (75.000-83.000 VND/kg) và chi phí TACN ổn định giúp cải thiện biên lợi nhuận. Dự báo doanh thu 2025 đạt 6 nghìn tỷ VND, lợi nhuận gộp tăng 2,5 lần so với năm 2024. Tăng trưởng dòng tiền dương từ 2027-2028.

**(4) Mở rộng hoạt động trên toàn quốc để gia tăng thị phần** BAF đang mở rộng hoạt động từ miền Nam ra cả ba miền Bắc - Trung - Nam, với các trang trại mới tại Tây Nguyên và miền Bắc, nhằm tăng thị phần và giảm rủi ro vùng miền.

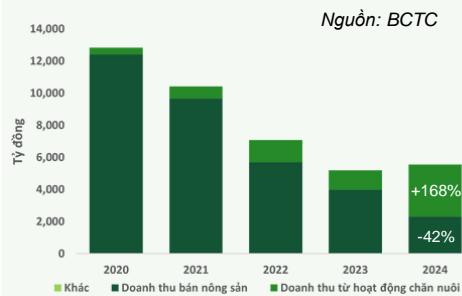
**(5) Định giá phản ánh đúng giá trị doanh nghiệp** Mức định giá 33.638 VND/cổ phiếu phản ánh tiềm năng tăng trưởng của công ty. Tuy nhiên, xét đến các yếu tố rủi ro và khả năng cạnh tranh trong ngành, chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu đã phản ánh tương đối đúng giá trị hiện tại của doanh nghiệp.

**CÁC YẾU TỐ RỦI RO**

- Mối quan hệ mật thiết với tập đoàn Tân Long
- Biến động giá heo ảnh hưởng tới KQHĐ
- Dịch tả heo Châu Phi (ASF) tiềm ẩn rủi ro lớn
- Áp lực tài chính từ thay đổi cơ cấu vốn
- Rủi ro về pha loãng

**BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU**


**Biểu đồ 1: Cơ cấu doanh thu của BAF  
giai đoạn 2020 - 2024**



**Biểu đồ 2: Quá trình bán hàng và phân phối SP**

Nguồn: Finwinner

Trang trại



Sản phẩm đầu ra

Heo giống bồ mẹ

Heo hơi

Nông dân

Nhà máy  
chế biến

Kênh phân phối

Bán buôn

Bán lẻ

Siba Food

GO!

Tops Market

Người tiêu dùng cuối cùng

**Biểu đồ 3: Tổng sản lượng thịt heo  
xuất-nhập khẩu tại Việt Nam  
(2020-2025)**

Nguồn: USDA



## MÔ TẢ DOANH NGHIỆP

### TỔNG QUAN

Thành lập năm 2017, Công ty Cổ phần Nông nghiệp BAF (HSX: BAF) hoạt động trong lĩnh vực chăn nuôi heo, kinh doanh (KD) nông sản (NS) và sản xuất (SX) thức ăn chăn nuôi (TACN) tại Việt Nam. Doanh nghiệp (DN) hoạt động theo mô hình chăn nuôi khép kín 3F, kiểm soát từ SX TACN, trang trại, giết mổ, chế biến đến phân phối (PP) thịt. Năm 2022, công ty ra mắt thương hiệu “Heo Ăn Chay BAF Meat”, được biết đến rộng rãi nhờ chất lượng thịt và chiến lược mở rộng kênh PP.

### MÔ HÌNH KINH DOANH

**Sản phẩm (SP) chủ lực của BAF là “heo ăn chay”**, với nguồn thức ăn dành cho heo là cám chay được nghiên cứu thành công và độc quyền bởi chính công ty. Ngoài ra, DN còn cung cấp heo giống cho nhu cầu tái đàn của thị trường. Bên cạnh các SP chăn nuôi, BAF cũng KD các mặt hàng NS như ngô, lúa mỳ, khô dầu đậu tương - cũng là các nguyên vật liệu (NVL) SX TACN cho heo. DN cũng tận dụng các NVL này để SX và KD TACN - tạo nên TACN hỗn hợp, với các phân khúc SP cho từng giai đoạn phát triển của heo.

**Hiện tại, BAF đang nằm trong Top 5 DN chăn nuôi lớn nhất Việt Nam**, với quy mô lên đến gần 30 trang trại, 2 nhà máy TACN đạt chuẩn GLOBAL GAP CFM 3.0 và FSSC 22000, và 1 nhà máy chế biến.

BAF xem chăn nuôi là hoạt động KD chính do biên lợi nhuận gộp đạt được cao hơn nhiều so với mảng KD NS. Trong năm 2024, doanh thu KD NS của BAF đạt hơn 2.300 tỷ đồng (-42% yoy) và DN tiếp tục gia tăng tỷ trọng chăn nuôi, với doanh thu mảng chăn nuôi đạt hơn 3.200 tỷ đồng (+168% yoy). Trong đó, chăn nuôi chiếm gần 60% trong tổng cơ cấu doanh thu, còn lại là KD NS. [Biểu đồ (BĐ) 1]

**Quá trình bán hàng và chiến lược PP [BĐ 2]:** Từ các hệ thống trang trại, BAF đưa ra thị trường các SP gồm heo giống bồ mẹ và heo hơi. Đối với heo giống bồ mẹ, BAF sẽ cung cấp cho các thương lái hoặc các hộ chăn nuôi nhỏ lẻ để đáp ứng nhu cầu tái đàn. Đối với heo hơi, thông qua nhà máy giết mổ và chế biến, DN sẽ bán qua các kênh PP truyền thống như các chợ đầu mối, hoặc bán lẻ qua các hệ thống cửa hàng tiện lợi như Siba Food và các siêu thị lớn như GO! và Tops Market Việt Nam. Sau đó, các SP thịt heo ăn chay mang thương hiệu của BAF sẽ đến tay người tiêu dùng cuối cùng (xem chuỗi giá trị chi tiết ở [Phụ lục D.5]).

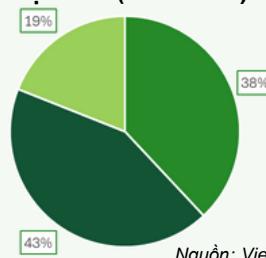
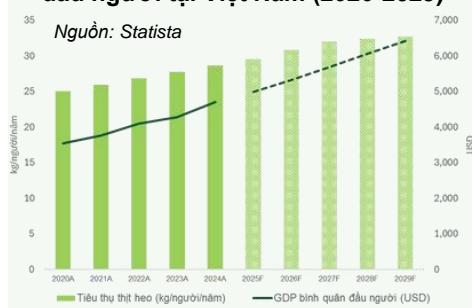
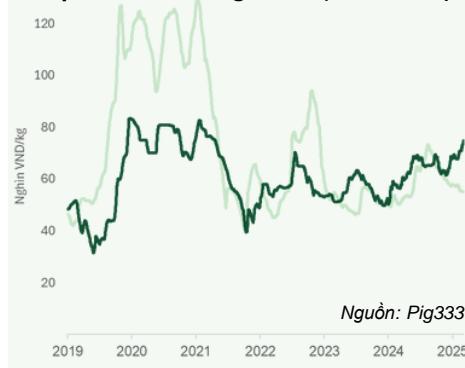
### HÀNH ĐỘNG VÀ CHIẾN LƯỢC CỦA CÔNG TY

Kể từ khi ký kết hợp tác với Tập đoàn Muyuan, BAF đã thực hiện M&A với 14 công ty chăn nuôi, là tiền đề để gia tăng sản lượng heo hơi lên hơn 1 triệu con vào năm 2025. DN cũng đang đàm phán để mua thêm 10-12 công ty nữa trong năm 2026 và dự kiến sẽ triển khai dự án “chung cư nuôi heo” trong tương lai. BLĐ cho biết công ty sẽ cố gắng hoàn thiện các thủ tục pháp lý liên quan đến việc xây dựng dự án trong năm 2025, hướng đến mục tiêu đạt được 10 triệu heo thương phẩm vào năm 2030.

### PHÂN TÍCH NGÀNH

#### QUY MÔ VÀ TRIỀU VỌNG GIAI ĐOẠN DỰ BÁO (2025-2030)

**Ngành chăn nuôi heo là trụ cột của ngành chăn nuôi Việt Nam.** Theo dữ liệu dự báo năm 2025 của USDA, sản lượng SX thịt heo trong nước ước tính đạt 3.765 nghìn tấn, trong khi nhu cầu tiêu thụ ước tính 3.865 nghìn tấn, dẫn đến sự thiếu hụt 100 nghìn tấn [BĐ 4]. Tổng giá trị SX ngành đạt 545-550 nghìn tỷ đồng, trong đó chăn nuôi heo đóng góp 62% sản lượng thịt hơi xuất chuồng. Nhập siêu khoảng 3 tỷ USD/năm, với kim ngạch nhập khẩu 3,53 tỷ USD (2023), trong khi xuất khẩu chỉ 515 triệu USD. Vẫn đề nhập lậu 6.000-8.000 con heo thịt/ngày (2023-2024) gây áp lực lớn lên nguồn cung nội địa (MARD). Tổng đàn heo cả nước cuối năm 2024 tăng 4,1% so với năm 2023 (GSO, MARD), nhưng vẫn chưa đủ đáp ứng nhu cầu nội địa, khi Việt Nam là một trong những quốc gia tiêu thụ thịt heo bình quân đầu người cao nhất châu Á (World Population Review).

**Biểu đồ 4: Sản lượng SX và Tiêu thụ thịt heo tại Việt Nam (2020-2025)****Biểu đồ 5: Cơ cấu SX thịt heo tại Việt Nam (2022-2023)****Biểu đồ 6: Tiêu thụ thịt heo và GDP BQ đầu người tại Việt Nam (2020-2029)****Biểu đồ 7: Diễn biến giá heo hơi tại Việt Nam và Trung Quốc (2019-2025)****Biểu đồ 8: Diễn biến giá ngô, đậu tương và lúa mỳ thế giới (2019-2025)**

Trong giai đoạn 2026-2030, ngành được dự báo tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng sản lượng trung bình 3-4% mỗi năm (QĐ số 1520/QĐ-TTg), nhờ sự chuyển dịch sang chăn nuôi chuyên nghiệp và chính sách hỗ trợ từ Luật Chăn nuôi 2025. Đến năm 2027, các trang trại quy mô lớn dự kiến chiếm hơn 70% sản lượng, trong khi chăn nuôi nông hộ giảm xuống dưới 30%. Về dài hạn, nhu cầu tiêu thụ tăng trưởng nhờ dân số gia tăng và thu nhập bình quân đầu người cải thiện (GDP bình quân đầu người ước tính đạt 6425,34 USD vào năm 2029 [BĐ 6]).

Tuy nhiên, triển vọng ngành cũng đối mặt với thách thức từ Dịch tả lợn châu Phi (ASF), biến động giá TACN, và áp lực về vấn đề bảo vệ môi trường. Trên toàn cầu, sản lượng thịt heo năm 2025 dự báo giảm 0,8% do sản lượng giảm ở Trung Quốc và EU (MOIT), tạo cơ hội gia tăng SX, đáp ứng nhu cầu nội địa và tiềm năng xuất khẩu.

## CÁC ĐỘNG LỰC THÚC ĐẨY NGÀNH PHÁT TRIỂN

### Ảnh hưởng tích cực từ Luật Chăn nuôi 2025

Luật Chăn nuôi 2025 nghiêm cấm chăn nuôi trong khu vực không được phép (thành phố, thị xã, khu dân cư), buộc hàng chục nghìn cơ sở nhỏ lẻ phải di dời hoặc ngừng hoạt động trong vòng 5 năm. Quy định này thúc đẩy sự chuyên nghiệp hóa, với các trang trại lớn hiện đại hóa quy trình SX, tăng thị phần từ 30% (2018) lên 50-60% (2024) và dự kiến đạt 70% vào năm 2027. Luật cũng đặt ra tiêu chuẩn về quy mô, mật độ, và xử lý chất thải, tạo lợi thế cho các DN có khả năng đầu tư.

### Nhu cầu tiêu thụ tăng trưởng

Chính phủ đặt mục tiêu tăng trưởng GDP cả nước năm 2025 đạt trên 8% (MPI), tạo nền tảng cho giai đoạn 2026-2030 với tốc độ tăng trưởng cao hơn. Với mục tiêu tăng trưởng GDP cao và sự phát triển của các ngành liên quan, có thể dự đoán nhu cầu tiêu thụ thực phẩm sẽ tăng trưởng tích cực trong giai đoạn 2025-2030 với xu hướng tiêu dùng thịt sạch, an toàn thực phẩm. Dù cạnh tranh từ thịt gia cầm và thủy sản gia tăng, thịt heo vẫn chiếm ưu thế, với mức tiêu thụ bình quân ước tính 32.72 kg/người/năm vào năm 2029 [BĐ 6].

### Hội nhập và công nghệ

Sự hợp tác với các quốc gia phát triển (như BAF hợp tác với Muyuan) mang lại công nghệ tiên tiến (chuồng trại nhiều tầng, hệ thống tự động hóa), giúp tăng năng suất và giảm chi phí. Xu hướng này hỗ trợ ngành đáp ứng các tiêu chuẩn an toàn thực phẩm và phát triển bền vững.

### Giá heo hơi phục hồi và chi phí TACN ổn định [BĐ 7, 8]

Giá heo hơi trong nước tăng từ 60.000-64.000 VND/kg giữa năm 2024 lên mức dao động trong khoảng 75.000-83.000 VND/kg trong đầu năm 2025, nhờ nguồn cung hạn chế từ ASF và giảm chăn nuôi nông hộ. Chi phí TACN có xu hướng giảm trong năm 2024 do giá ngô và đậu tương thấp hơn, cải thiện biên lợi nhuận cho các nhà chăn nuôi hiệu quả. Chiến lược Phát triển chăn nuôi 2021-2030 đặt mục tiêu giảm phụ thuộc nguyên liệu nhập khẩu (chiếm 85%, tương đương 6,8 tỷ USD năm 2023) bằng cách chuyển đổi đất trồng và sử dụng phụ phẩm nông nghiệp làm TACN.

### CẠNH TRANH TRONG NGÀNH

Phân tích Porter's Five Forces cho thấy ngành cạnh tranh cao, rào cản gia nhập trung bình, quyền lực nhà cung cấp và người mua trung bình đến cao, cùng áp lực từ SP thay thế và đổi thủ hiện hữu. Các DN có thể tận dụng quy mô và tự chủ để dẫn đầu, nhưng vẫn chịu tác động từ biến động thị trường. Thông tin chi tiết được trình bày trong [Phu lục C.2].

### CHUỖI GIÁ TRỊ NGÀNH

Chuỗi giá trị ngành bắt đầu từ nguồn giống nhập khẩu, trải qua các khâu chăn nuôi, giết mổ, và kết thúc tại các kênh phân phối. Ngành vẫn đổi mới với nhiều thách thức như phụ thuộc vào nhập khẩu thức ăn và thuốc, hệ thống giết mổ chưa đồng bộ, cùng với sự phụ thuộc vào thị trường TQ. Thông tin chi tiết được trình bày trong [Phu lục C.3].

## VỊ THẾ TƯƠNG ĐỐI CỦA BAF TRONG NGÀNH

BAF nổi bật trong ngành nhờ chiến lược tích hợp 3F. Tính đến tháng 3/2024, BAF sở hữu gần 30 trang trại, tổng đàn 300.000 con, 720.000 heo thương phẩm, tăng từ 20 trại và 200.000 con cuối năm 2022. BAF đặt mục tiêu đạt sản lượng 1 triệu heo thương phẩm vào năm 2025 và 10 triệu heo thương phẩm vào năm 2030 (với tổng đàn nái 450.000 con), hướng tới top 2 doanh nghiệp chăn nuôi hàng đầu Việt Nam.

### So với đối thủ:

- CP Việt Nam:** Công nghệ tiên tiến, chuỗi giá trị khép kín, tập trung mạnh vào TACN. 200.000 heo nái, cung cấp ra thị trường 6,8 triệu con/năm. Doanh thu 84 nghìn tỷ đồng (2022), lợi nhuận 5.000 tỷ đồng.
- Dabaco:** Mạnh về con giống chất lượng cao và trang trại công nghệ cao, nhưng quy mô nhỏ hơn BAF.
- Masan MEATLife:** Phát triển thương hiệu MeatDeli, nhưng chưa tự chủ TACN và con giống như BAF. Trang trại 223 ha, 250.000 con/năm. Doanh thu 6.984 tỷ đồng (2023), lỗ 540 tỷ đồng.
- HAGL:** 10 cụm trại, 600.000 con/năm. Doanh thu bán heo 2.000 tỷ đồng (2023).
- THACO Agri:** 15 cụm trại (120 ha), 665.200 con/năm.
- Hòa Phát:** 6 trại (359 ha), 404.000 con/năm.
- Trang trại vừa và nhỏ:** Dễ tổn thương bởi ASF và Luật Chăn nuôi, mất dần thị phần (giảm 15-20% sản lượng 2019-2022).

### BAF có lợi thế cạnh tranh nhòe:

- Tự chủ đầu vào:** Tự chủ con giống, 73% TACN (mục tiêu 100%) giúp giảm chi phí và rủi ro.
- Quy mô mở rộng nhanh:** Gần 30 trang trại trên cả nước.
- Công nghệ:** Hợp tác Muyuan áp dụng chuồng trại nhiều tầng, tối ưu chi phí.
- Kênh phân phối:** Siba Food, Meat Shop và các siêu thị lớn, nhắm đến các kênh hiện đại đang tăng trưởng.

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### (1) TẬN DỤNG XU HƯỚNG TĂNG TRƯỞNG NGÀNH ĐỂ NÂNG CAO VỊ THẾ

Như đã phân tích, ngành chăn nuôi heo Việt Nam dự báo tăng trưởng 3-4%/năm giai đoạn 2026-2030, nhờ nhu cầu tiêu thụ cao (thiêu hụt 100 nghìn tấn/năm, USDA 2025F) và sự chuyên nghiệp hóa nhờ Luật Chăn nuôi 2025 (với mục tiêu trang trại lớn chiếm >70% sản lượng vào 2027). BAF, với mô hình 3F khép kín và kế hoạch mở rộng quy mô (1 triệu heo thương phẩm 2025, 10 triệu vào 2030), định vị bản thân để khai thác tối đa cơ hội này, hướng tới top 2 doanh nghiệp chăn nuôi hàng đầu Việt Nam.

### (2) LỢI THẾ CẠNH TRANH BỀN VỮNG

BAF vượt trội nhờ tự chủ con giống, TACN (73% và đặt mục tiêu hướng tới 100%), và công nghệ tiên tiến từ Muyuan (chuồng trại nhiều tầng). Các lợi thế trên giúp BAF giảm chi phí và rủi ro so với các đối thủ như Masan MEATLife hay Dabaco. Việc M&A 14 công ty (tính đến 2025) với mục tiêu gia tăng quy mô và đẩy mạnh phát triển kênh phân phối hiện đại (Siba Food, Meat Shop, và các hệ thống siêu thị lớn) củng cố thị phần và khả năng tiếp cận người tiêu dùng, đặc biệt trong bối cảnh xu hướng ưu tiên thịt sạch gia tăng.

### (3) TRIỀN VỌNG TÀI CHÍNH KHẢ QUAN

Giá heo hơi phục hồi (75.000-83.000 VND/kg, Q1/2025) và chi phí TACN ổn định (nhờ giá cả nguyên vật liệu TG có xu hướng giảm và ưu đãi từ Tân Long) giúp BAF cải thiện biên lợi nhuận. Doanh thu mục tiêu 6 nghìn tỷ VND (2025) và lợi nhuận gộp tăng 2,5 lần so với 2024 phản ánh hiệu quả từ mở rộng sản lượng (1 triệu heo thương phẩm) và dự án chế biến (khởi công 2025). Việc giảm dần mảng nông sản (<10% cơ cấu doanh thu vào 2026) giúp tập trung nguồn lực, hứa hẹn dòng tiền dương từ 2027-2028.

### (4) MỞ RỘNG HOẠT ĐỘNG TRÊN TOÀN QUỐC ĐỂ GIA TĂNG THỊ PHẦN

Trước đây, các trang trại của BAF chủ yếu tập trung ở miền Nam, đặc biệt là tỉnh Tây Ninh. Hiện nay, công ty đang đẩy mạnh mở rộng ra cả ba miền Bắc - Trung - Nam, với các cơ sở mới tại Tây Nguyên và miền Bắc. Chúng tôi cho rằng chiến lược này không chỉ giúp BAF tiếp cận thị trường mới và mở rộng thị phần mà còn góp phần giảm thiểu rủi ro vùng miền nhờ hệ thống trang trại phân bố rộng khắp cả nước.

### (5) RỦI RO KIỂM SOÁT ĐƯỢC

ASF tiếp tục là mối đe dọa đáng kể đối với ngành chăn nuôi. Từ đầu năm 2024 đến ngày 25/11, cả nước đã ghi nhận 1.538 ổ dịch tại 48 tỉnh, thành phố, khiến 88.258 con lợn bị tiêu hủy. Bên cạnh đó, các hiện tượng thời tiết cực đoan như bão Yagi và điều kiện khí hậu bất lợi có thể gây gián đoạn sản xuất, làm gia tăng tổn thất đàn heo. Ngoài ra, các yếu tố vĩ mô như biến động tỷ giá hối đoái và lãi suất vẫn tác động đến chi phí nhập khẩu và chi phí sử dụng vốn của DN. Việc tuân thủ Luật Chăn nuôi 2025 cũng đặt ra thách thức ban đầu, nhưng BAF có lợi thế giảm thiểu các tác động trên nhờ khả năng ứng dụng công nghệ cao, tự chủ nguồn lực và triển khai các dự án đột phá và tiên phong (VD: Dự án năng lượng mặt trời (Q2/2025) giúp tiết kiệm chi phí điện; dự án "chung cư nuôi heo" đầu tiên tại Việt Nam hợp tác cùng Muyuan, giúp tiết kiệm chi phí lên đến 10 lần khi tạo ra 100.000 heo/năm chỉ cần 95 nhân công và 6,7 ha diện tích đất).

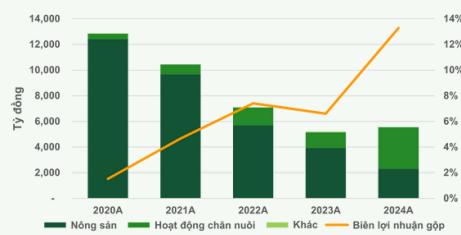
Dù phải đối mặt với cạnh tranh từ doanh nghiệp FDI và thịt nhập khẩu, BAF vẫn giữ vững vị thế nhờ quy mô lớn và thương hiệu mạnh, tạo lợi thế phòng thủ vững chắc trong ngành.

## Phân tích DuPont

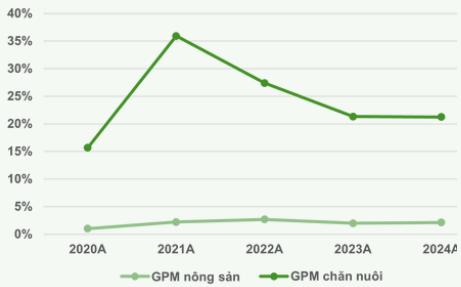
## PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>DuPont Analysis</b>											
Gross margin	1.52%	4.67%	7.42%	6.60%	13.29%	24.53%	22.75%	20.71%	20.30%	21.08%	22.04%
EBITDA margin	1.48%	4.13%	6.13%	5.20%	14.22%	21.90%	18.92%	15.60%	13.74%	15.09%	16.49%
Net Profit Margin	0.36%	3.08%	4.06%	0.58%	5.83%	12.47%	10.42%	7.75%	7.26%	9.23%	10.58%
Asset Turnover	2.45	1.91	1.50	0.80	0.74	0.63	0.71	0.72	0.73	0.71	0.68
Return on Assets	0.87%	5.90%	6.09%	0.46%	4.34%	12.14%	11.98%	11.66%	9.54%	9.71%	9.27%
Financial Leverage(A/E)	9.28	3.75	2.71	3.42	2.54	1.96	1.90	1.68	1.83	2.00	2.18
Return on Equity	8.10%	22.12%	16.51%	1.59%	11.01%	23.83%	22.72%	19.55%	17.46%	19.38%	20.19%
Return on Invested Capital	23.91%	24.76%	12.50%	4.52%	10.28%	12.67%	11.93%	9.84%	10.22%	13.23%	15.32%
<b>Liquidity</b>											
Current ratio	1.01	1.12	1.16	1.05	1.12	1.36	1.41	1.65	1.47	1.34	1.23
Quick ratio	0.8	0.84	0.78	0.52	0.35	0.41	0.39	0.3	0.37	0.42	0.45
<b>Debt ratios</b>											
Interest Coverage ratio	1.50	48.32	10.33	1.17	2.82	4.59	4.28	3.49	4.46	7.30	11.17
Debt/EBITDA	24.61	9.28	6.88	17.09	5.73	3.59	3.50	3.11	3.96	4.14	4.48

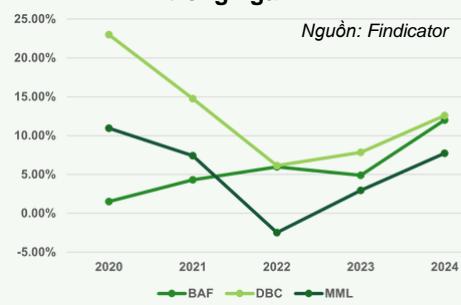
Biểu đồ 9: Cơ cấu doanh thu BAF



Biểu đồ 10: GPM thành phần của BAF



Biểu đồ 11: Biên EBITDA một số DN trong ngành

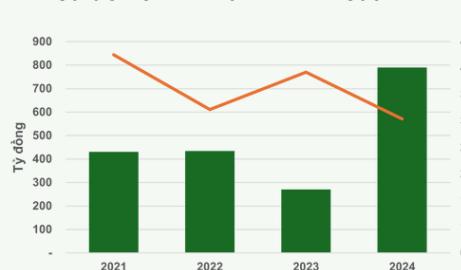


Nguồn: Finindicator

Biểu đồ 12: Nợ/EBITDA của BAF



Biểu đồ 13: A/E và EBITDA của BAF



## Tình hình tài chính

## Chuyển dịch cơ cấu doanh thu làm tăng biên lợi nhuận gộp

Quy mô doanh thu tính từ năm 2020 giảm mạnh nhưng biên lợi nhuận lại cho thấy xu hướng tăng dần từ mức rất thấp (1-1.5% giai đoạn 2018-2020) lên mức cao hơn (4-13% giai đoạn 2021-2024). Điều này cho thấy công ty đã cải thiện hiệu quả hoạt động nhờ chuyển dịch cơ cấu doanh thu. Tuy nhiên, nhìn vào biên lợi nhuận gộp của hoạt động chăn nuôi trong giai đoạn 2020-2024, GPM chăn nuôi tăng mạnh từ 15.7% (2020) lên 35% (2021), sau đó lại có xu hướng giảm mạnh lần lượt xuống 27.4% (2022) và 21.4% (2023) và giảm nhẹ tại năm 2024 [BĐ 9]. Dù biên lợi nhuận gộp chung tăng vào năm 2024 nhưng sự tăng này là do chiến lược dịch chuyển cơ cấu doanh thu của BAF, không phải do biên lợi nhuận hoạt động tăng. Chúng tôi kỳ vọng rằng biên lợi nhuận gộp sẽ tiếp tục tăng mạnh trong tương lai sau đó sẽ giảm xuống dần khi đạt mục tiêu giảm cơ cấu doanh thu của hoạt động nông sản xuống 10%.

## Biên EBITDA tăng trưởng ổn định, tăng cao trong năm 2024

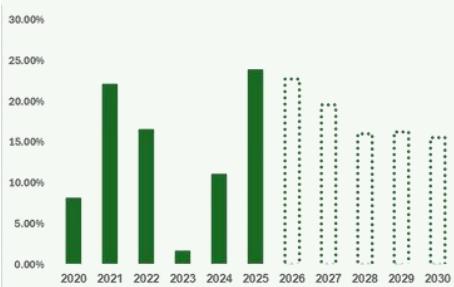
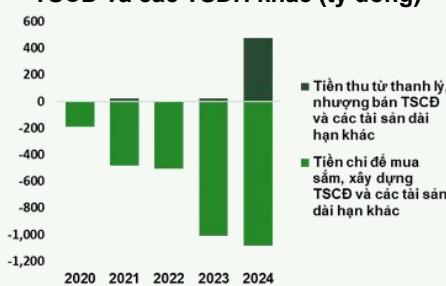
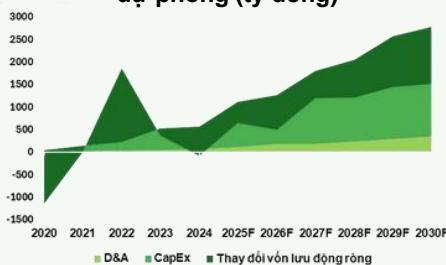
Trong năm 2024, BAF là công ty có biên EBITDA tăng mạnh nhất trong nhóm ngành, từ 1.52% (2020) tăng lên 12.02% (2024), cho thấy BAF tối ưu hóa hoạt động kinh doanh và quản lý chi phí hiệu quả. Đây là dấu hiệu tích cực về khả năng sinh lời của công ty. Từ năm 2020, BAF duy trì được mức tăng trưởng EBITDA ổn định hơn nhiều so với 2 “ông lớn” cùng ngành là DBC, MML và đã vượt qua MML và gần bằng DBC, trong khi HNG tạo ra biên EBITDA âm [BĐ 11]. Qua đó cho thấy BAF có vị thế ngày càng vững chắc trong ngành chăn nuôi.

## Nợ trên EBITDA dàn ổn định qua các năm

Trong năm 2020, BAF chịu áp lực lớn từ chi phí lãi vay (115 tỷ đồng) và hạn chế trong chuỗi cung ứng do dịch bệnh COVID-19, khiến khả năng thanh toán bị ảnh hưởng, với khoản phải trả người bán ngắn hạn đạt mức 4.530 tỷ đồng năm 2020. Khi thị trường ổn định, BAF dần cải thiện hiệu quả hoạt động, giúp Nợ/EBITDA giảm từ 24,1 (2020) xuống 6,88 (2022). Trong năm 2023, công ty mở rộng quy mô với 10 trang trại mới, đồng thời chuyển dịch doanh thu từ buôn bán nông sản (từ 80,57% - 2022 xuống 76,29% - 2023) sang hoạt động chăn nuôi theo mô hình 3F (tăng từ 19,37% lên 23,25%). Do mô hình này chưa được tối ưu ngay lập tức, EBITDA suy giảm, khiến Nợ/EBITDA tăng lên 17,09. Đến năm 2024, nhờ cải thiện hiệu quả hoạt động và dòng tiền từ các khoản đầu tư, Nợ/EBITDA đã giảm xuống 5,73, đạt mức thấp nhất trong 5 năm qua [BĐ 12]. Chúng tôi tin rằng tỷ lệ này sẽ tiếp tục giảm xuống (mức 3,59 - 2025) do thay đổi cơ cấu vốn. [Chi tiết ở Phụ lục B.1]

## Đòn bẩy tài chính hiệu quả

Đòn bẩy tài chính của BAF nhìn chung có xu hướng giảm dần từ 2021 đến 2022, do doanh nghiệp chủ động kiểm soát nợ vay và giảm quy mô tài sản. Sau đó tăng lên lại vào năm 2023, và đến năm 2024 giảm xuống 2,54. Nhưng trong năm 2024, EBITDA lại được cải thiện đáng kể, cho thấy BAF đang áp dụng đòn bẩy tài chính hiệu quả.

**Biểu đồ 14: ROE một số DN trong ngành****Biểu đồ 15: ROE và ROIC của BAF****Biểu đồ 16: Dự phỏng ROE của BAF****Biểu đồ 17: Lưu chuyển CF (tỷ đồng)****Biểu đồ 18: Lưu chuyển tiền thu và chi TSCĐ và các TSDH khác (tỷ đồng)****Biểu đồ 19: Các hạng mục dòng tiền dự phỏng (tỷ đồng)**

## PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Sự biến động này đòi hỏi doanh nghiệp phải cân nhắc hài hòa giữa lợi ích khuếch đại lợi nhuận (khi đòn bẩy cao) và rủi ro tài chính, nhất là trong bối cảnh chi phí lãi vay hay áp lực dòng tiền có thể gia tăng nếu thị trường bất lợi. Theo đánh giá - phân tích của chúng tôi, tỷ số này sẽ tiếp tục giảm, duy trì ở mức 1,9.

### Hiệu suất tài chính

#### Tỷ suất sinh lợi tăng mạnh, gia tăng lợi nhuận cho nhà đầu tư

Vòng quay vốn đầu tư giảm mạnh do BAF liên tục đầu tư mạnh tay vào trang trại, mở rộng quy mô chăn nuôi. Biên EBIT sau thuế tăng trưởng mạnh trong năm 2024 do giá heo tăng cao trong giai đoạn cuối năm 2024, ngoài ra, do kiểm soát tốt chi phí thuế và chi phí lãi vay trong năm 2024 giúp ROIC tăng lên 4% so với năm 2023 [BĐ 15]. Với tốc độ gia tăng vốn đầu tư nhanh hơn tốc độ tăng trưởng doanh thu dẫn đến gia tăng tài sản nhưng doanh thu chưa phản ánh ngay, đây là cơ sở để chúng tôi kỳ vọng TSSL của BAF sẽ tiếp tục tăng trưởng khi các dự án đầu tư hoàn thành.

#### Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu phục hồi

ROE của BAF biến động mạnh do chi phí đầu vào cao, đầu tư lớn vào hệ thống chăn nuôi. ROE tăng mạnh vào 2021 (31,85%) nhờ điều kiện thị trường thuận lợi và hiệu quả kinh doanh được cải thiện (LNST đạt 322 tỷ đồng) sau đó giảm dần và thấp nhất năm 2023 (1,66%), phần lớn do chi phí đầu vào tăng cao, đặc biệt là giá heo giống nhập khẩu, trong khi doanh thu heo thịt chưa đủ bù đắp trong giai đoạn mới vừa triển khai. BAF mở rộng quy mô và đầu tư vào hệ thống trang trại khiến chi phí đầu tư ban đầu lớn (45-50%). ROE phục hồi trở lại năm 2024 (13,36%), và dự báo sẽ duy trì ổn định BAF đang từng bước cải thiện hiệu quả HĐ, tối ưu hóa chi phí và tận dụng cơ hội để gia tăng lợi nhuận [BĐ16, Phụ lục B.2]

### Dòng tiền

#### Lưu chuyển tiền thuần hoạt động đầu tư cần quan sát

Giai đoạn 2020-2024, dòng tiền của BAF biến động mạnh do quá trình mở rộng sản xuất và tối ưu hóa chuỗi cung ứng. Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh giảm mạnh do hàng tồn kho tăng cao, đặc biệt khi công ty tận dụng giá nguyên liệu xuống thấp để tích trữ. Chi phí mua sắm tài sản cố định tăng từ 192 tỷ đồng (2020) lên 1.084 tỷ đồng (2024), tập trung vào các trang trại chăn nuôi và nhà máy sản xuất thức ăn [BĐ 17]. BAF huy động vốn từ phát hành 462 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi và vay ngân hàng, với dư nợ vay đạt 2.005 tỷ đồng năm 2024. BAF thanh lý tài sản vào năm 2024, thu về 476 tỷ đồng năm 2024. Tính đến cuối năm 2024, tài sản cố định hữu hình đạt 1.430 tỷ đồng, tài sản dở dang dài hạn tăng gần 300% so với năm 2022 [BĐ 18].

Giai đoạn 2025-2030, BAF dự kiến tiếp tục duy trì mức đầu tư đáng kể vào tài sản cố định. Chi tiêu vốn (CapEx) ước tính dao động trong khoảng 1.626 - 2.809 tỷ đồng mỗi năm, phản ánh chiến lược mở rộng sản xuất và tối ưu hóa chuỗi giá trị. Dòng tiền thu từ thanh lý tài sản dự báo sẽ giảm sau mức tăng 2024, do công ty không còn nhiều tài sản có giá trị cao để thanh lý. Hàng tồn kho và khoản phải thu có thể tăng trong khoảng từ (600) tỷ đến (1.500) tỷ đồng mỗi năm, phù hợp với chính sách tích trữ nguyên liệu và điều chỉnh tín dụng thương mại nhằm đảm bảo sự ổn định trong hoạt động kinh doanh.

**Dòng tiền từ hoạt động tài trợ dự kiến vẫn đóng vai trò quan trọng** trong giai đoạn này, với dòng tiền vay ước tính dao động từ 1.500 - 2.800 tỷ đồng mỗi năm để duy trì mức đầu tư và hỗ trợ tăng trưởng. Tuy nhiên, nếu công ty cải thiện dòng tiền từ hoạt động kinh doanh, nhu cầu vay nợ có thể giảm dần, giúp tối ưu hóa cấu trúc tài chính và nâng cao hiệu quả sử dụng vốn. Mặc dù áp lực vốn vẫn hiện hữu, BAF có thể kiểm soát tốt hơn dòng tiền thông qua các biện pháp tối ưu hóa tài sản, quản lý vốn lưu động và chiến lược tài trợ hợp lý. [BĐ 19]

**Biểu đồ 20: Doanh thu dự phóng****Biểu đồ 21: Giá vốn hàng bán dự phóng****Biểu đồ 21: Chi phí sử dụng vốn bình quân của BAF**

Chi phí sử dụng vốn bình quân - WACC	
Chi phí sử dụng vốn	
Vốn hóa thị trường (Tỷ VND)	7,935.52
Tỷ lệ vốn	79.04%
Mô hình CAPM	
Chi phí phi rủi ro	3.07%
Beta	0.84
Phần bù rủi ro thị trường	8.35%
Chi phí sử dụng vốn	10.09%
Chi phí sử dụng nợ	
Giá trị nợ (Tỷ VND)	2,104.01
Tỷ lệ nợ	20.96%
Chi phí sử dụng nợ	10.27%
Thuế suất	20.00%
WACC	9.69%

**Biểu đồ 22: Phân tích tình huống**

Phân tích tình huống			
Khoản mục	Bí quan	Cơ bản	Lạc quan
Doanh thu CAGR	18.03%	20.01%	21.99%
Biên EBIT	12.55%	13.94%	15.34%
Kết quả định giá	22.704	33.682	46.170
Tăng/(Giảm)	(32.59%)	0.00%	37.08%

**Biểu đồ 23: Phân tích độ nhạy**

WACC	TGR				
	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%
8.69%	35.252	38.085	41.375	45.244	49.857
9.19%	32.041	34.458	37.235	40.461	44.254
9.69%	29.232	31.312	33.682	36.405	39.569
10.19%	26.755	28.560	30.600	32.924	35.595
10.69%	24.556	26.134	27.905	29.905	32.184

## ĐỊNH GIÁ

### TÓM TẮT

Chúng tôi đã thực hiện định giá giá trị nội tại BAF với mức giá mục tiêu 6 tháng là **33.638 đồng/cổ phiếu**, cao hơn 1,45% so với mức giá đóng cửa gần nhất ngày 15/03/2025 là 33.200 đồng. Phương pháp định giá của chúng tôi là phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF). Chúng tôi lựa chọn dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF) vì chúng tôi tập trung vào FCFF của toàn bộ công ty, không tính đến sự ảnh hưởng bởi cấu trúc vốn.

### CHI TIẾT MÔ HÌNH - CHIẾT KHẨU DÒNG TIỀN (DCF)

**Thời gian dự phóng:** Chúng tôi định giá BAF với 6 năm dự phóng trong mô hình DCF. Việc lựa chọn dự phóng đến năm 2030 do từ góc độ nhà phân tích thì năm 2030 sẽ là năm BAF sẽ hoàn thiện mở rộng HD kinh doanh của mình, trở nên ổn định và tăng trưởng chậm lại.

**Đối tượng dự phóng chính:** Chúng tôi tập trung dự phóng HD chăn nuôi của BAF vì: [1] BAF chuyển sang HD chăn nuôi heo và định hướng tỷ trọng doanh thu HD nông sản dưới 10% năm 2026 [2] Biên lợi nhuận gộp của HD chăn nuôi cao ở mức trung bình khoảng 27% từ năm 2021 đến năm 2024, cao hơn rất nhiều so biên lợi nhuận gộp của HD nông sản.

**Doanh thu chăn nuôi:** Chúng tôi kì vọng tỷ lệ tăng trưởng 40% (năm 2025E) và 50% (năm 2026E) cho mảng kinh doanh này của BAF vì chúng tôi nhận định rằng: [1] Giá heo hơi đang phục hồi [2] Xu hướng ưu tiên thịt sạch gia tăng [3] Việc thực hiện M&A 14 công ty và phát triển kênh phân phối hiện đại sẽ là tín hiệu tích cực cho khả năng tăng trưởng doanh thu mảng chăn nuôi của BAF do hiệu quả hoạt động và khả năng sản xuất hứa hẹn sẽ trở nên tốt hơn [4] Dữ liệu lịch sử cho thấy tăng trưởng thầm kì đến từ HD chăn nuôi năm 2021, 2022 gần 80% và năm 2024 gần 170%. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng việc xây dựng và phát triển của BAF cần phải có thời gian. Vì vậy, chúng tôi nhận định rằng doanh thu kì vọng năm 2026 của HD này hứa hẹn sẽ tăng trưởng mạnh hơn năm 2025. Để thận trọng trong việc dự phóng, chúng tôi kì vọng rằng doanh thu của HD này sẽ dần tiến đến ngưỡng tăng trưởng ổn định và giảm dần qua các năm. Năm 2030 cũng là năm mà BAF hướng tới mục tiêu đạt vị thế top 2 của ngành, vì vậy chúng tôi nhận định rằng tỉ lệ tăng trưởng ở năm nay sẽ thấp. Từ doanh thu HD chăn nuôi, chúng tôi ước tính tổng doanh thu của BAF.

**Giá vốn hàng bán chăn nuôi:** Chúng tôi tôn trọng kì vọng GVHB sẽ được duy trì ổn định đối với HD này nhờ vào [1] Giá cả nguyên vật liệu TG có xu hướng giảm và ưu đãi từ Tân Long [2] Mô hình 3F khép kín [3] BAF tự chủ con giống. Chúng tôi nhận định rằng GVHB của HD chăn nuôi sẽ chiếm khoảng 70% đến 73% doanh thu của HD chăn nuôi. Từ GVHB HD chăn nuôi, chúng tôi ước tính tổng GVHB của BAF.

**Đòn đầu xu thế - thâm nhập thị trường:** Việc BAF tích cực đẩy mạnh nguồn lực vào HD chăn nuôi và giảm dần HD nông sản khiến chúng tôi kỳ vọng rằng [1] Doanh thu tài chính của BAF sẽ giảm vì họ cần nguồn tiền lớn để chi cho HD mở rộng kinh doanh [2] BAF sẽ chuyển dịch cơ cấu vốn vay từ ngắn hạn dần sang dài hạn, chi phí lãi vay sẽ gia tăng trong tương lai. Tuy nhiên, chúng tôi nhận định rằng chi phí lãi vay có khả năng sẽ giảm dần từ năm 2028 do các HD mở rộng đã được hoàn thiện và HD kinh doanh dần ổn định. [3] Chúng tôi nhận định HD kinh doanh của BAF sẽ mở rộng qua các năm vì vậy tỷ trọng của chi phí bán hàng sẽ tăng 20% so với năm liền trước. [4] Chi phí QLDN sẽ tăng dần tỷ trọng 20% mỗi năm tới năm 2028 và giảm dần 20% về các năm sau do chúng tôi kỳ vọng rằng các mô hình hiện đại hóa sẽ hoàn thiện và HD ổn định từ 2028.

**Lợi thế về thuế:** Chúng tôi nhận định việc BAF được hưởng lợi từ việc chuyển lỗ từ các năm trước, chi phí lãi vay vượt mức, giúp BAF hưởng mức thuế suất trung bình thực tế chỉ rơi vào khoảng 12% đến 15%. Nhóm tác giả nhận định như trên dựa theo thông tin được DN cung cấp tại phần thuyết minh BCTC 2023 đã được kiểm toán.

Biểu đồ 24: Dòng tiền tự do doanh nghiệp

DCF model	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Revenue	9,226.29	17,288.06	12,845.61	10,434.35	7,083.42	5,198.79	5,553.66	5,765.25	7,636.75	9,454.64	11,347.19	13,048.38	14,353.07
% growth	--	87.38%	(25.70%)	(18.77%)	(32.11%)	(26.61%)	6.83%	3.81%	32.46%	23.80%	20.02%	14.99%	10.00%
EBIT	119.97	187.54	178.59	398.36	379.84	174.50	502.05	1,083.99	1,213.10	1,185.97	1,214.48	1,588.82	1,945.40
% of net sales	1.30%	1.08%	1.39%	3.82%	5.36%	3.36%	9.04%	18.80%	15.89%	12.54%	10.70%	12.18%	13.55%
Tax payment	11.90	37.51	37.34	70.07	57.28	0.00	88.55	164.79	174.72	157.96	153.11	193.76	276.78
% Tax rate	9.92%	20.00%	20.91%	17.59%	15.08%	0.00%	17.64%	15.20%	14.40%	13.32%	12.61%	12.19%	14.23%
EBIAT	108.08	150.03	141.25	328.29	322.56	174.50	413.50	919.19	1,038.37	1,028.01	1,061.37	1,395.06	1,668.62
D&A	--	6.36	17.24	32.47	58.81	104.63	180.42	178.48	231.79	288.93	344.31	380.69	422.02
% of net sales	--	0.04%	0.13%	0.31%	0.83%	2.01%	3.25%	3.10%	3.04%	3.06%	3.03%	2.92%	2.94%
CapEx	39.50	131.26	192.00	481.82	504.47	1,011.51	1,084.26	1,626.39	1,821.55	2,276.94	2,436.33	2,740.87	2,809.39
% of net sales	0.43%	0.76%	1.49%	4.62%	7.12%	19.46%	19.52%	28.21%	23.85%	24.08%	21.47%	21.01%	19.57%
Change in NWC	(1,189.76)	(138.40)	1,640.96	(149.16)	(648.86)	(467.27)	(767.07)	(614.20)	(851.59)	(1,122.47)	(1,273.79)	(1,489.64)	(1,651.28)
% of net sales	(12.90%)	(0.80%)	12.77%	(1.43%)	(9.16%)	(8.99%)	(13.81%)	(10.65%)	(11.15%)	(11.87%)	(11.23%)	(11.42%)	(11.50%)
Unlevered FCF								85.48	300.19	162.48	243.14	524.53	932.52

### Bình quân chi phí sử dụng vốn - WACC:

**Chi phí sử dụng nợ:** Vì hạn chế thông tin về lãi suất vốn vay, chúng tôi xác định chi phí sử dụng nợ của BAF bằng cách lấy tỷ số giữa chi phí lãi vay trong (Báo cáo kết quả hoạt động) và tổng của vay và nợ thuê tài chính dài hạn và ngắn hạn.

**Lãi suất phi rủi ro:** Chúng tôi xác định LS phi rủi ro dựa trên Lợi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 10 năm.

**Phản bù rủi ro thị trường:** Chúng tôi xác định phản bù rủi ro thị trường dựa theo Damodaran (cập nhật gần nhất ngày 9/1/2025).

### Giả định giữa năm - Mid-year Convention:

Vì hầu hết các doanh nghiệp trên thị trường, kể cả BAF liên tục phát sinh giao dịch theo từng giờ, từng phút, từng giây. Theo nhóm tác giả chúng tôi, việc giả định dòng tiền của doanh nghiệp sẽ được nhận vào cuối năm như cách thức xử lý thông thường với mô hình DCF là không hợp lý và làm giảm đi giá trị thực tế của doanh nghiệp. Vì vậy, theo hiểu biết của nhóm tác giả, chúng tôi giả định dòng tiền doanh nghiệp sẽ được nhận vào thời điểm giữa năm để đảm bảo tính khách quan và không làm giảm giá trị thực tế của DN.

**Phân tích tình huống:** Để tăng tính thận trọng và đảm bảo cho người sử dụng mô hình cũng như phân tích của chúng tôi có thể sử dụng hiệu quả, chúng tôi chia thành 3 trường hợp: bi quan, cơ bản, lạc quan.

### Bi quan - Bear case

Đối với trường hợp này, chúng tôi thực hiện tính toán [1] Phản trambi tăng trưởng doanh thu thấp hơn **10%** so với tốc độ tăng trưởng ban đầu [2] Phản trambi EBIT thấp hơn **10%** so với ban đầu.

### Lạc quan - Bull case

Đối với trường hợp này, chúng tôi thực hiện tính toán [1] Phản trambi tăng trưởng doanh thu cao hơn **10%** so với tốc độ tăng trưởng ban đầu [2] Phản trambi EBIT cao hơn **10%** so với ban đầu.

**Tốc độ tăng trưởng cuối cùng:** Như đã đề cập ở trên, nhóm phân tích chúng tôi quyết định dự phỏng tới năm 2030 vì chúng tôi tin rằng tới thời điểm này doanh nghiệp sẽ đạt được mục tiêu về vị thế cao trong thị trường và tốc độ tăng trưởng bắt đầu tăng chậm lại. Để mang tính thận trọng, từ sau thời gian này, chúng tôi nhận định tốc độ tăng trưởng cuối cùng của doanh nghiệp sẽ là **2,5%**. Theo kinh nghiệm và hiểu biết của nhóm phân tích, tốc độ tăng trưởng cuối cùng nên là giá trị nằm giữa tỷ lệ lạm phát và tỷ lệ tăng trưởng GDP của quốc gia. Vì vậy, chúng tôi quyết định chọn giá trị **2,5%**.

### Phân tích độ nhạy:

Chúng tôi thực hiện ma trận về giá mục tiêu dựa trên sự thay đổi của WACC và Tốc độ tăng trưởng cuối cùng (TGR).

**Thời gian mức giá khuyến nghị:** Lý do chúng tôi đưa ra mức giá khuyến nghị chỉ với thời hạn 6 tháng là bởi vì theo nguồn tin chúng tôi thu thập và tìm hiểu được, BAF sẽ phát hành riêng lẻ 65 triệu cổ phiếu với giá 15.500 đồng/cổ phiếu cho 24 nhà đầu tư chuyên nghiệp. Theo quan điểm của nhà phân tích, chúng tôi nhận định việc này có thể ảnh hưởng đến giá cổ phiếu BAF. Vì vậy, chúng tôi thận trọng trong việc khuyến nghị thời gian của giá mục tiêu và quyết định **6 tháng** là phù hợp.

**Khuyến nghị:** Nhóm tác giả đưa ra khuyến nghị **THEO ĐỔI** đối với BAF. Chúng tôi nhận định thị trường đã kỳ vọng đúng về giá của BAF. Diễn biến giá của BAF trong tương lai cần phải xem xét thêm nhiều tín hiệu khác trong thời gian tới. Chúng tôi đã cung cấp cho kết quả mô hình DCF của mình bằng phương pháp DCF đảo ngược và định giá tương đối theo phương pháp so sánh (Trading Comps) [Xem ở phần Phụ lục B.5].

## RỦI RO ĐẦU TƯ

### RỦI RO VỀ MỐI QUAN HỆ MẬT THIẾT

Mối quan hệ mật thiết và sự phụ thuộc vào Tập đoàn Tân Long (Xem phân tích chi tiết tại [\[Phụ lục D.3\]](#)) là một rủi ro quan trọng. BAF đang hưởng lợi đáng kể từ nguồn cung cấp thức ăn chăn nuôi giá rẻ và kênh phân phối heo thịt qua hệ thống Siba Food, đều thuộc hoặc có liên quan trực tiếp đến Tân Long. Sự liên kết chặt chẽ này giúp BAF có lợi thế về chi phí đầu vào và đầu ra sản phẩm, nhưng đồng thời đặt công ty vào thế bị động nếu Tân Long thay đổi chiến lược kinh doanh hoặc gặp trở ngại tài chính. Việc Chủ tịch HĐQT của BAF cũng là chủ tịch của Tân Long và nắm phần lớn cổ phần tại Siba Holdings, cổ đông lớn nhất của BAF, càng làm gia tăng nguy cơ xung đột lợi ích, có thể ảnh hưởng đến tính độc lập trong các quyết định quản trị và chiến lược của BAF.

### RỦI RO VỀ BIẾN ĐỘNG GIÁ HEO HƠI

Trong năm 2024, thị trường heo hơi chứng kiến những biến động giá thất thường rõ rệt. Sự tăng giá trong giai đoạn cuối năm 2024 đã tạo điều kiện cho các doanh nghiệp cải thiện biên lợi nhuận gộp, nhưng đồng thời cũng đặt ra những rủi ro đáng kể. Nếu mức giá heo cao kéo theo sự giảm sút nhu cầu tiêu thụ do giá cả trở nên quá đắt đối với người tiêu dùng, doanh thu của các doanh nghiệp có thể bị ảnh hưởng tiêu cực dù biên lợi nhuận trên mỗi đơn vị sản phẩm tăng. Ngoài ra, giá heo hơi không ổn định còn gây khó khăn trong việc lập kế hoạch và dự báo, khi sự không ổn định của giá tạo ra áp lực về dòng tiền và ảnh hưởng đến khả năng đầu tư mở rộng quy mô sản xuất.

### RỦI RO VỀ DỊCH BỆNH

Ngành chăn nuôi heo Việt Nam thường xuyên phải đối mặt với các rủi ro, nguy cơ về dịch bệnh gây tổn thất nặng nề đối với người dân và các DN trong lĩnh vực chăn nuôi. Trong đó, rủi ro cao nhất là dịch tả heo Châu Phi - ASF, tính từ đầu năm 2024 đến ngày 25/11, cả nước đã xảy ra 1.538 ổ dịch, xảy ra tại 48 tỉnh, thành phố làm 88.258 con lợn bị chết và tiêu hủy. BAF với lợi thế là DN đi sau khi mới đầy mạnh mảng chăn nuôi kép kín 3F từ năm 2020, đã tích luỹ kinh nghiệm từ các DN khác để triển khai hệ thống trang trại tối ưu, có mức độ đảm bảo an toàn sinh học cao, giúp phòng ngừa dịch bệnh hiệu quả, từ đó đưa tỷ lệ thiệt hại đàn nuôido dịch bệnh về mức tối thiểu. Nhưng vẫn còn tiềm tàng rủi ro khi trong đợt dịch vừa qua, BAF vẫn có khoảng 2.000 heo bị tiêu huỷ vì dịch bệnh và nếu không có biện pháp kiểm soát tốt thì một trang trại có thể bị lây bệnh chỉ sau 1-2 ngày.

### RỦI RO VỀ CẠNH TRANH NGÀNH

Việc Chính Phủ ban hành chính sách mới về Luật Chăn nuôi giúp BAF nói riêng và các doanh nghiệp chăn nuôi nói chung giảm đi sự cạnh tranh của các hộ kinh doanh nhỏ lẻ, nhưng lại làm gia tăng mức độ cạnh tranh giữa các doanh nghiệp với nhau. Trong bối cảnh ngành chăn nuôi cạnh tranh gay gắt với sự tham gia của các doanh nghiệp lớn trong và ngoài nước, BAF chịu áp lực từ các đối thủ có nguồn lực tài chính mạnh và khả năng đàm phán giá nguyên liệu vượt trội. Mô hình 3F khép kín của BAF mang lại lợi thế nhưng đòi hỏi đầu tư liên tục vào công nghệ và quản lý chuỗi cung ứng để duy trì cạnh tranh. Các đối thủ lớn sở hữu mạng lưới phân phối rộng và được hưởng lợi từ chính sách hỗ trợ đầu tư, ưu đãi thuế, giúp họ mở rộng nhanh chóng. Ngoài ra, BAF còn đối mặt với thách thức về chất lượng sản phẩm, cải tiến quy trình sản xuất và mở rộng kênh phân phối. Nếu không có chiến lược ứng phó hiệu quả, BAF có nguy cơ mất thị phần, giảm biên lợi nhuận và ảnh hưởng đến triển vọng phát triển bền vững trong tương lai.

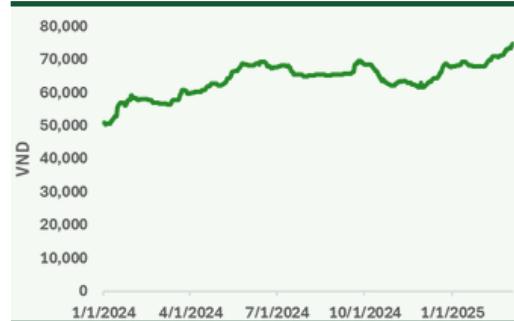
### RỦI RO VỀ MỞ RỘNG QUY MÔ VÀ ĐÒN BÂY TÀI CHÍNH

BAF có kế hoạch mở rộng quy mô chăn nuôi đầy tham vọng. Kế hoạch đòi hỏi đầu tư lớn vào trang trại mới, thiết bị và đàn giống, dẫn đến tăng nợ và áp lực lên đòn bẩy tài chính trong ngắn hạn. Trong giai đoạn 2020 - nửa đầu năm 2024, dòng tiền tự do của BAF liên tục âm do chi mạnh cho việc mở rộng trang trại. Do đó, BAF có thể đối mặt với rủi ro không đủ tiền chi trả cho hoạt động kinh doanh và chi phí lãi vay.

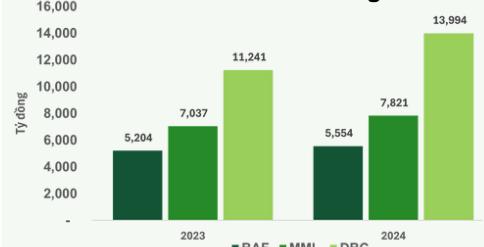
### RỦI RO VỀ PHA LOÃNG

BAF dự kiến phát hành riêng lẻ 65 triệu cổ phiếu năm 2025, với mục tiêu lợi nhuận sau thuế là 755,3 tỷ đồng, EPS sau pha loãng ước tính 2.484 đồng, tăng 84% với mức hiện tại 1.350 đồng, P/E 2025 vì thế sẽ đạt 13.7 lần (P/E 2024 là 20.82 lần), giá cổ phiếu sau pha loãng lên 34.038 đồng. Nếu tốc độ tăng trưởng thấp hơn, EPS thực tế sẽ thấp hơn dự báo. Rủi ro pha loãng sẽ phụ thuộc vào hiệu quả triển khai kế hoạch mở rộng đàn heo và khả năng tối ưu biên lợi nhuận của BAF trong bối cảnh thị trường biến động. Chi tiết xem tại [\[Phụ lục B.4\]](#).

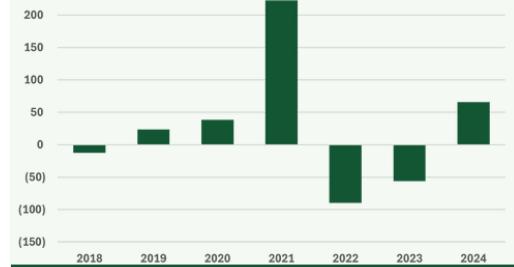
**Biểu đồ 25: Giá heo năm 2024**

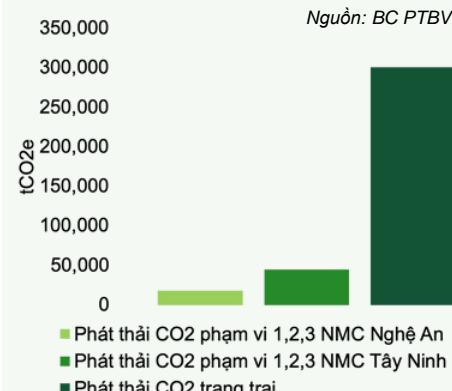
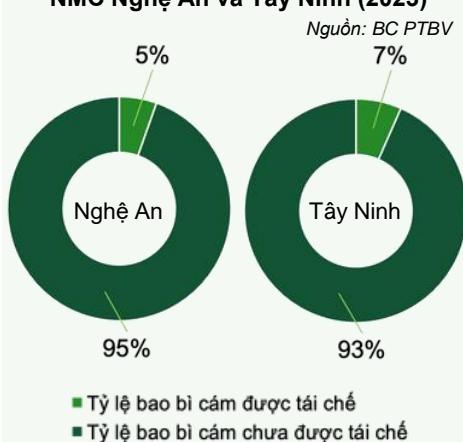
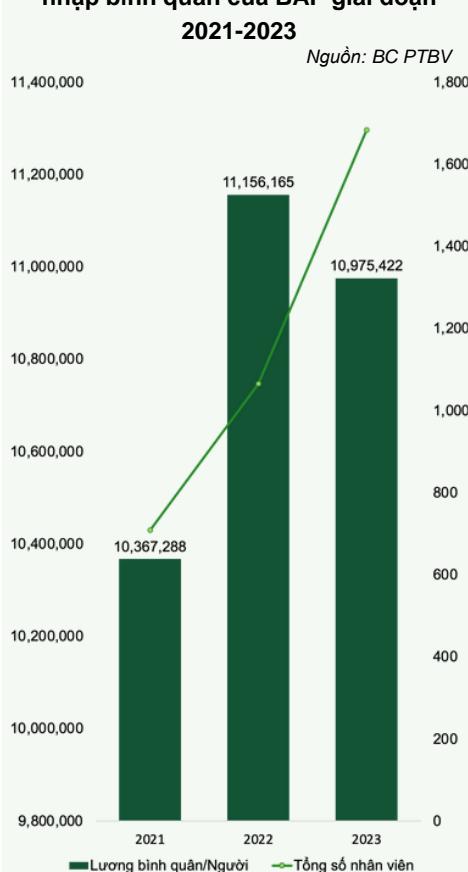


**Biểu đồ 26: Doanh thu ngành**



**Biểu đồ 27: Dòng tiền thuần**



**Biểu đồ 28: Tổng lượng phát thải 2 NMC và hệ thống trang trại của BAF (2023)****Biểu đồ 29: Tỷ lệ bao bì cám tái chế ở 2 NMC Nghệ An và Tây Ninh (2023)****Biểu đồ 30: Số lượng nhân viên và thu nhập bình quân của BAF giai đoạn 2021-2023**

## ESG

Năm 2024 là năm đầu tiên BAF phát hành Báo cáo Phát triển Bền vững (BC PTBV), đánh dấu một bước tiến mới trong hành trình cam kết bền vững của DN. BAF hoạt động KD đi đôi với bảo vệ môi trường, lan tỏa những giá trị tích cực đến cộng đồng đồng thời duy trì sự minh bạch và chịu trách nhiệm với các bên liên quan.

### MÔI TRƯỜNG

**NVL dùng trong SX:** Trong TACN có các thành phần từ bột thịt, bột xương thịt dễ hư hỏng, chứa nhiều vi sinh vật có hại và có thể gây bệnh cho vật nuôi nếu như không được xử lý đúng cách. Để giải quyết vấn đề này, hiện nay, BAF đang vận hành 2 nhà máy SX TACN đạt chứng nhận GLOBAL GAP CFM 3.0 và FSSC 22000. Ngoài ra, DN cũng sở hữu đội ngũ chuyên gia dinh dưỡng nghiên cứu độc quyền cám chay, với các nguyên liệu từ thực vật, giúp tối ưu khả năng tiêu hóa thức ăn và giảm khí thải từ NH<sub>3</sub>, H<sub>2</sub>S, NH<sub>4</sub> từ phân và nước tiểu đến 80%.

**Phát thải nhà kính:** Trong năm 2023, tổng lượng phát thải nhà kính ước tính từ các HD chăn nuôi của BAF là 363.532 tCO<sub>2</sub>e, được tính tại 2 nhà máy cám (NMC) (Tây Ninh và Nghệ An) và hệ thống trang trại của BAF. Giải pháp sử dụng nước: BAF định hướng tái sử dụng nước thải chăn nuôi sau xử lý để xả gầm chuồng và tưới tiêu từ năm 2024.

**Giải pháp sử dụng bao bì:** Bao bì được sử dụng chủ yếu trong hoạt động SX TACN của BAF. Để hạn chế sử dụng bao bì, cám được sản xuất từ nhà máy sẽ được trữ trong silo để vận chuyển đến các trang trại. Ngoài ra, DN sẽ tái chế bao bì phế liệu thành các sản phẩm mới, với tỷ lệ tái chế được minh họa trong [BD 29].

**Quản lý chất thải chăn nuôi:** BAF quản lý chất thải chăn nuôi thông qua các biện pháp như ủ phân hữu cơ và xử lý bằng biogas.

### XÃ HỘI

**Cam kết đảm bảo an toàn vệ sinh thực phẩm:** BAF đặt an toàn thực phẩm lên hàng đầu trong toàn bộ chuỗi giá trị, từ nguyên liệu đầu vào đến sản phẩm cuối cùng. Công ty đạt được nhiều chứng nhận quốc tế như GLOBAL GAP, FSSC 22000.

**Nhân sự:** Số lượng nhân viên BAF tăng 58% để đáp ứng nhu cầu mở rộng hoạt động. Tuy nhiên, thu nhập bình quân của nhân viên giảm nhẹ trong năm 2023 do ảnh hưởng kinh tế chung, ban giám đốc và cán bộ công nhân viên đã thống nhất điều chỉnh lương để cùng vượt qua khó khăn. Bên cạnh đó, BAF chú trọng đến quyền lợi và phúc lợi của người lao động, bao gồm các chính sách về lương thưởng, bảo hiểm, an toàn vệ sinh lao động và phát triển kỹ năng. Ngoài ra, [1] cơ cấu nhân viên theo trình độ lao động, [2] cơ cấu nhân viên theo giới tính, [3] tỷ lệ nam, nữ theo cấp quản lý và [4] tỷ lệ nam, nữ theo cấp điều hành được trình bày cụ thể trong [Phu lục D.4].

**Cộng đồng:** BAF có các hoạt động đóng góp cho sự phát triển KT-XH của địa phương, tạo việc làm và tham gia các hoạt động thiện nguyện.

**Khách hàng:** BAF cam kết cung cấp sản phẩm chất lượng cao và dịch vụ tận tâm cho khách hàng.

**Liên kết chuỗi nuôi:** BAF xây dựng mối quan hệ hợp tác bền vững với các đối tác trong chuỗi cung ứng chăn nuôi.

### QUẢN TRỊ

**Cấu trúc quản trị:** Cơ cấu tổ chức và quản trị của BAF đảm bảo sự minh bạch, trách nhiệm giải trình và tuân thủ pháp luật. Cơ cấu quản trị bao gồm Đại hội đồng cổ đông, Hội đồng quản trị, Ban kiểm soát và Ban Tổng Giám đốc. Mô hình cụ thể được trình bày trong [Phu lục D.2].

**Các nguyên tắc đạo đức và tuân thủ:** BAF đưa ra 10 quy tắc đạo đức nhằm [1] xác định rõ ràng các giá trị đạo đức cốt lõi của công ty, [2] quy định các chuẩn mực hành vi cho tất cả cán bộ, nhân viên và [3] đảm bảo hoạt động KD tuân thủ pháp luật và các quy định liên quan.

Từ viết tắt	Định nghĩa
ASF	Dịch tả heo Châu Phi
BĐ	Biểu đồ
BKS	Ban kiểm soát
CAGR	Tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm
DBC	CTCP Tập đoàn Dabaco Việt Nam
DCF	Chiết khấu dòng tiền
ĐHĐCĐ	Đại hội đồng cổ đông
DN	Doanh nghiệp
FCFF	Dòng tiền tự do của DN
GDP	Tổng sản phẩm nội địa
GMP	Biên lợi nhuận gộp
GVHB	Giá vốn hàng bán
HĐ	Hoạt động
HĐQT	Hội đồng quản trị
HNG	CTCP Nông nghiệp Quốc tế Hoàng Anh Gia Lai
LNST	Lợi nhuận sau thuế
MML	CTCP Masan MeatLife
NS	Nông sản
PP	Phân phối
SX	Sản xuất
TACN	Thức ăn chăn nuôi
TC-KT	Tài chính - kế toán
YoY	So với cùng kỳ năm trước

**Cơ cấu vốn vay**

Với mục tiêu đầu tư chính vào mảng chăn nuôi, BAF đang tiếp tục đẩy mạnh thu hút vốn vay và vốn chủ để đầu tư mở rộng mảng chăn nuôi.

**Vốn vay:** Từ năm 2022, BAF bắt đầu có xu hướng gia tăng nợ vay dài hạn thông qua phát hành trái phiếu. Vào năm 2023, BAF đã phát hành trái phiếu 2 lần, lần 1 là lô trái phiếu chuyển đổi riêng lẻ trị giá 600 tỷ đồng cho IFC với kỳ hạn 7 năm, lần 2 là 3 triệu trái phiếu trị giá 300 tỷ đồng. Việc phát hành trái phiếu giúp BAF huy động được 900 tỷ đồng vào năm 2023, điều này góp phần làm tổng nợ phải trả tăng lên 1,5 lần so với năm 2022. Bên cạnh đó, chi phí lãi vay cũng tăng mạnh trong năm 2023 (tăng 141,44 tỷ so với 2022) và tiếp tục tăng lên 216,03 tỷ (2024), qua đó phản ánh áp lực tài chính từ các khoản vay đang ngày càng tăng lên. Việc phát hành trái phiếu dài hạn giúp BAF giảm áp lực nợ ngắn hạn, có nguồn vốn ổn định để mở rộng mô hình chăn nuôi 3F. Nhưng với chi phí tài chính tăng cao có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận và nếu không quản lý tốt dòng tiền, BAF có thể gặp khó khăn trong việc trả lãi vay trong tương lai.

**Vốn chủ sở hữu:** Từ năm 2017 đến 2024, VCSH của BAF tăng trưởng ấn tượng với tốc độ CAGR 64%. Đặc biệt, từ năm 2020 trở đi, vốn chủ sở hữu tăng nhanh, từ 566 tỷ (2020) lên 2.940 tỷ (2024), phản ánh chiến lược mở rộng mạnh mẽ của doanh nghiệp. Cuối năm 2024, BAF dự kiến phát hành 65 triệu cổ phiếu với giá 15.500 VND/cổ phiếu, qua đó huy động được 1.007 tỷ VND. Vốn điều lệ sẽ tăng từ 2.390 tỷ VND lên 3.040 tỷ VND sẽ được dùng để đầu tư vào chăn nuôi, bao gồm 557 tỷ VND cho thức ăn, phụ gia, nguyên liệu và phần còn lại cho heo giống, heo nái. Việc gia tăng vốn giúp BAF giảm phụ thuộc vào nợ vay, đảm bảo tài chính lâu dài.

**Vốn chủ sở hữu****PHỤ LỤC B.2 - PHÂN TÍCH CHI TIẾT ROE**

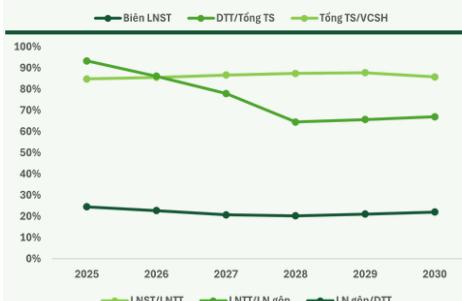
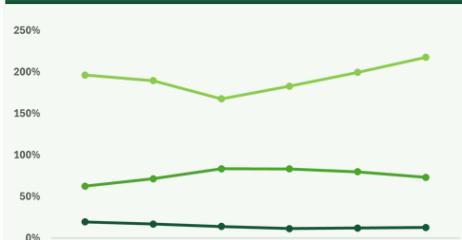
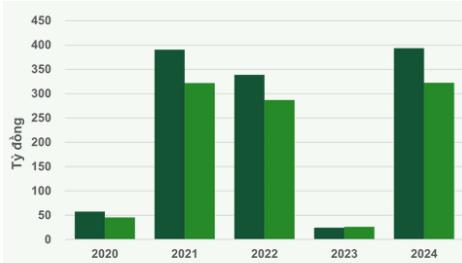
ROE 5 thành phần	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
LNST/LNTT	79.09%	82.41%	84.92%	123.68%	82.36%	84.80%	85.60%	86.68%	87.39%	87.81%	85.77%
LNTT/LN gộp	29.69%	80.09%	64.50%	7.14%	53.28%	93.37%	86.15%	77.95%	64.54%	65.68%	66.99%
LN gộp/DTT	1.52%	4.67%	7.42%	6.60%	13.29%	24.53%	22.75%	20.71%	20.30%	21.08%	22.04%
<b>Biên LNST</b>	<b>0.36%</b>	<b>3.08%</b>	<b>4.06%</b>	<b>0.58%</b>	<b>5.83%</b>	<b>19.42%</b>	<b>16.77%</b>	<b>13.99%</b>	<b>11.45%</b>	<b>12.16%</b>	<b>12.67%</b>
DTT/Tổng TS	244.87%	191.20%	149.78%	79.57%	74.38%	66.67%	76.92%	90.91%	90.92%	87.13%	79.87%
Tổng TS/VCSH	927.50%	375.12%	271.37%	342.38%	253.93%	184.06%	176.08%	153.72%	153.72%	153.72%	153.72%
<b>ROE</b>	<b>8.10%</b>	<b>22.12%</b>	<b>16.51%</b>	<b>1.59%</b>	<b>11.01%</b>	<b>23.83%</b>	<b>22.72%</b>	<b>19.55%</b>	<b>16.00%</b>	<b>16.28%</b>	<b>15.55%</b>

**Dữ liệu quá khứ:**

Giai đoạn 2020-2021, ROE của BAF tăng từ 8,10% lên 22,12%, nhờ vào việc tối ưu hóa dần mô hình chăn nuôi khép kín, hưởng lợi từ giá thịt heo cao (đạt đỉnh 81.000 đồng năm 2020) và biên lợi nhuận cải thiện đáng kể. Trong thời gian này, doanh nghiệp mở rộng quy mô trang trại và hệ thống sản xuất thức ăn chăn nuôi, đồng thời kiểm soát tốt đòn bẩy tài chính, từ đó tăng hiệu suất sử dụng vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên, từ năm 2022, ROE bắt đầu suy giảm (16,51%) do chi phí bán hàng tăng cao (+459 yoy) đầu vào tăng cao, làm biên lợi nhuận thấp đi dù doanh thu vẫn tăng trưởng. Năm 2023, tình hình trở nên khó khăn, ROE chỉ còn 1,59%, tác động tiêu cực từ giá thức ăn chăn nuôi tăng, giá thịt heo giảm và chi phí vận hành cao do mở rộng hệ thống trang trại nhưng chưa tối ưu hóa được hiệu suất. Bước sang năm 2024, ROE phục hồi trở lại 11,01%, phần lớn nhờ điều chỉnh chiến lược, kiểm soát chi phí và tận dụng lợi thế từ các khoản đầu tư trước đó của BAF bắt đầu có hiệu quả.

**Xu hướng tương lai:**

Trong 2 năm gần nhất, yếu tố chính ảnh hưởng đến ROE là biên LNST, chúng tôi dự báo trong tương lai, ROE của BAF sẽ tăng trưởng mạnh lên (19.42%-2025) nhờ vào yếu tố này. Bên cạnh đó là sự tăng trưởng mạnh mẽ trong các hệ số như biên lợi nhuận gộp sẽ tăng nhờ vào tăng trưởng doanh thu và kiểm soát tốt chi phí. Vòng quay tài sản dự báo sẽ giảm nhẹ trong năm 2025 do tốc độ tăng trưởng nhanh của TS để mở rộng quy mô của BAF sau đó sẽ tăng dần lên khi các trang trại mới tạo ra giá trị. Ngoài ra, xu hướng A/E đang giảm dần trong 2 năm gần nhất dự báo sẽ tiếp tục khi BAF chủ trương gia tăng cơ cấu vốn, giảm đi các gánh nặng tài chính.



## PHỤ LỤC B.3 - KẾ HOẠCH TĂNG TRƯỞNG CỦA BAF

Kế hoạch tăng trưởng sản lượng và sản lượng bán heo của BAF Việt Nam giai đoạn 2022-2030 thể hiện một chiến lược mở rộng mạnh mẽ nhằm gia tăng quy mô chăn nuôi và tối ưu hóa chuỗi cung ứng. Tổng sản lượng heo của BAF dự kiến tăng từ 304 nghìn con năm 2022 lên 3 triệu con năm 2030, đạt tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) 45%. Sản lượng bán heo thịt từ 1 triệu con năm 2022 lên 8,5 triệu con vào năm 2030, số lượng heo nái tăng từ 60 nghìn con lên 360 nghìn con. Giai đoạn 2025-2026 ghi nhận mức tăng mạnh, khi sản lượng bán heo thịt dự kiến từ 4,73 triệu con lên 6,61 triệu con, phản ánh bước chuyển quan trọng trong kế hoạch mở rộng của doanh nghiệp. Sự tăng trưởng này không chỉ đến từ việc mở rộng trang trại mà còn từ chiến lược hợp tác, mua bán sáp nhập nhằm nâng cao năng suất và kiểm soát chất lượng trong toàn bộ chuỗi giá trị.

Xu hướng gia tăng quy mô này phản ánh sự dịch chuyển tất yếu trong ngành chăn nuôi Việt Nam, từ mô hình chăn nuôi nhỏ lẻ sang quy mô lớn, hiện đại và bền vững hơn. Theo báo cáo ngành, tổng đàn heo của BAF dự kiến đạt 1,5 triệu con vào năm 2025, được thúc đẩy bởi chiến lược mở rộng sản xuất và tối ưu hóa mô hình chăn nuôi khép kín. Các yếu tố như dịch bệnh, chi phí thức ăn chăn nuôi tăng cao và chính sách siết chặt môi trường chăn nuôi đã khiến nhiều trang trại nhỏ lẻ gặp khó khăn, tạo điều kiện để các doanh nghiệp lớn như BAF gia tăng thị phần. Nhu cầu tiêu thụ thịt

heo tại Việt Nam vẫn ở mức cao, chiếm khoảng 60% tổng sản lượng thịt tiêu thụ trong nước, trong khi thị trường xuất khẩu cũng mở rộng sang các quốc gia như Hong Kong và Myanmar.

## PHỤ LỤC B.4 - KẾ HOẠCH TĂNG VỐN VÀ SỬ DỤNG VỐN ĐIỀU LỆ CỦA BAF

Từ năm 2022 đến 2024, BAF liên tục **tăng vốn điều lệ** với **tổng số 151,62 triệu cổ phiếu phát hành**, nhằm mở rộng hoạt động và củng cố năng lực tài chính. Năm 2022 tập trung vào tăng vốn cho Siba Holding, thì năm 2023 BAF ưu tiên đầu tư vào Công ty TNHH Chăn nuôi công nghệ cao Song Hin để phát triển trang trại chăn nuôi heo. Đến năm 2024, công ty đẩy mạnh đầu tư vào nguyên liệu và con giống, với tổng ngân sách 1.007,5 tỷ đồng, phục vụ mục tiêu mở rộng quy mô đàn heo thương phẩm.

Mục tiêu dài hạn của BAF là đạt 1,5 triệu con heo thịt vào năm 2025 và 10 triệu con vào năm 2030, với tổng đàn nái 400.000 con. Việc **phát hành cổ phiếu** liên tục giúp BAF huy động vốn nhưng cũng đi kèm **rủi ro pha loãng cổ phiếu**, ảnh hưởng đến lợi ích cổ đông. Công ty cần tối ưu hiệu quả sử dụng vốn để duy trì tỷ suất sinh lời và đảm bảo tính bền vững của chiến lược.

Giai đoạn 2022 - 2024, **Siba Holdings** liên tục tăng giá trị sở hữu. Siba Holdings đã trở thành thành viên quan trọng nhất trong cơ cấu vốn chủ sở hữu của BAF.

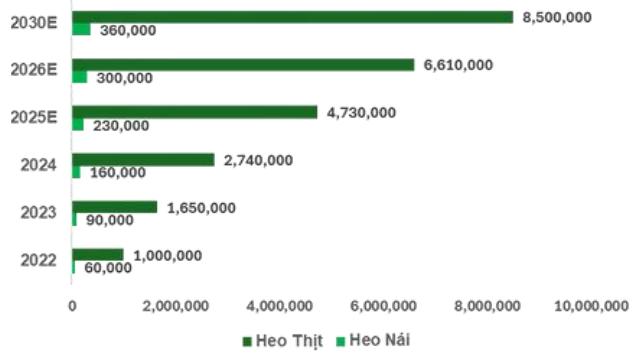
**Bà Bùi Hương Giang** từ 48,46 tỷ đồng (2022) tăng lên 79,89 tỷ đồng vào năm 2024. Ngoài giữ chức TGĐ BAF, bà còn kiêm thành viên hội đồng quản trị.

**Nhóm cổ đông khác** từ 823,18 tỷ đồng (2022) lên 1.353,51 tỷ đồng (2024). Cho thấy mức độ quan tâm ngày càng lớn từ nhà đầu tư bên ngoài.

Kế hoạch tăng trưởng sản lượng (đvt: Heo)

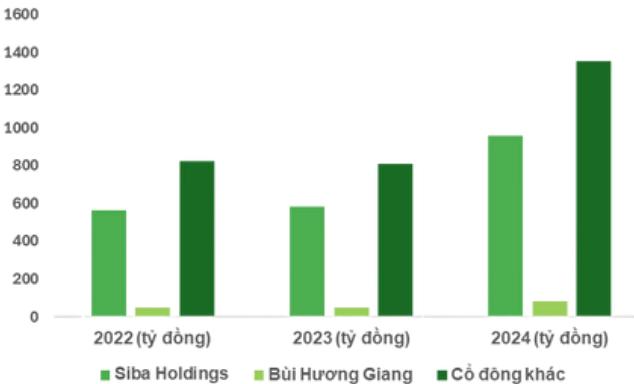


Kế hoạch sản lượng bán heo (đvt: Nghìn con)



Năm	Nguyên nhân tăng vốn	Số cổ phiếu phát hành	Phương án sử dụng vốn
2022	Phát hành cổ phiếu để chi trả cổ tức và cổ phiếu thường.	35,2 triệu (cổ tức) + 30,42 triệu (thường)	Tăng vốn cho Siba Holding lên 563 tỷ đồng (39,3% tổng vốn chủ sở hữu).
2023	Tăng vốn cho công ty con, đảm bảo hiệu quả đầu tư.	21 triệu	Góp vốn vào Song Hin để đầu tư trang trại chăn nuôi heo và bổ sung vốn kinh doanh.
2024	Mở rộng quy mô chăn nuôi, hướng tới 1,5 triệu con heo (2025), 10 triệu con (2030).	65 triệu	557,5 tỷ đồng: Mua cám, phụ gia, nguyên liệu. - 450 tỷ đồng: Mua heo giống, heo hậu bị, heo cai sữa.

Cơ cấu vốn chủ sở hữu BAF



## DCF đảo ngược

### Bàn luận về DCF

Mô hình định giá DCF thông thường có quá nhiều ẩn số mà một người phân tích thông thường cần phải xác định. Việc xác định các ẩn số thường sẽ phải kéo dài cho khung thời gian khoảng từ 5 đến 6 năm. Bên cạnh đó, một người phân tích rất khó có thể có đầy đủ thông tin để đưa ra một con số tương đối phù hợp đối với trạng thái của công ty. Hơn nữa, kể cả người phân tích có đầy đủ thông tin để đưa ra các giá trị số cho các ẩn cần tìm, những thông tin ấy vẫn quá khó để có thể đưa ra một con số cụ thể nào đó.

### Tại sao lại là “đảo ngược”?

Việc thực hiện mô hình đảo ngược DCF tương tự như cách chúng ta giải một bài toán ngược từ cuối. Theo đó, chúng ta giả thực hiện xây dựng mô hình DCF và điều chỉnh các chỉ số ảnh hưởng đến kết quả của mô hình DCF như **Doanh thu** và **EBIT** sao cho kết quả của mô hình DCF trả về gần với giá của BAF trên thị trường nhất. Việc điều chỉnh các tham số được thực hiện dựa trên kiến thức, kinh nghiệm và hiểu biết của người phân tích. Bằng cách làm như vậy, chúng tôi sẽ biết được kỳ vọng của thị trường về BAF hiện tại là như thế nào.

### Điều chỉnh đầu vào

Sau khi đã tìm ra được các ẩn số phản ánh kỳ vọng của thị trường về BAF, chúng tôi kết hợp với các thông tin mà nhóm chúng tôi đã thu thập và phân tích, chúng tôi thực hiện xem xét và điều chỉnh các ẩn số dựa trên các phân tích và thông tin thu thập của nhóm.

### Kết quả của DCF đảo ngược

Thực tế, trong quá trình thực hiện DCF đảo ngược và xác định được các ẩn số, ẩn số cần thiết cho mô hình hầu hết không quá khác biệt đối với mô hình DCF cuối cùng mà chúng tôi đưa ra. Mặc dù kết quả DCF hiện tại đã được thực hiện điều chỉnh đôi chút, song sự khác biệt không quá lớn giữa DCF đảo ngược và DCF khiến chúng tôi tin rằng mức giá hiện tại của DCF đã được thị trường kì vọng và “đón đầu” từ trước. Câu hỏi đặt ra liệu giá của BAF có còn bứt phá được nữa hay không sẽ còn cần phải theo dõi thêm các tín hiệu tích cực khác từ BAF và thị trường. Vì vậy, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** cho nhà đầu tư.

## Trading Comps

Ticker	Company Name	Revenue Growth		EBITDA Margin		Net Profit Margin		Trading Multiples					
		'22-'23	'23-'24	'23	'24	'23	'24	'23	'24				
BAF	Công ty cổ phần nông nghiệp BaF	(27%)	7%	4%	12%	1%	6%	1.6x	1.5x	37.3x	12.6x	261.7x	24.5x
1 VSF	Tổng Công ty Lương thực Miền Nam	33%	(7%)	2%	1%	0%	0%	0.8x	0.9x	52.0x	72.0x	276.7x	580.3x
2 VHC	CTCP Vĩnh Hoàn	(24%)	25%	14%	14%	10%	10%	1.5x	1.2x	11.3x	9.1x	15.4x	11.5x
3 HAG	CTCP Hoàng Anh Gia Lai	26%	(12%)	23%	37%	28%	19%	3.1x	3.5x	13.8x	9.6x	7.4x	12.5x
4 IDP	CTCP Sữa Quốc tế Lof	9%	15%	19%	15%	14%	11%	2.3x	2.0x	12.1x	12.7x	14.2x	15.0x
5 DBC	CTCP Tập đoàn Dabaco Việt Nam	(4%)	22%	8%	13%	0%	6%	1.2x	1.0x	15.1x	7.7x	392.8x	12.8x
6 MML	CTCP Masan MeatLife	46%	10%	3%	8%	(8%)	0%	1.8x	1.6x	59.6x	20.9x	-18.2x	386.9x
7 PAN	CTCP Tập đoàn PAN	(3%)	23%	11%	10%	6%	7%	0.5x	0.4x	4.9x	4.2x	6.8x	4.8x
8 VLC	Tổng Công ty Chăn Nuôi Việt Nam	(29%)	(13%)	36%	19%	33%	29%	4.1x	4.8x	11.5x	25.2x	16.8x	22.1x
9 MCM	CTCP Giống Bò sữa Mộc Châu	0%	(7%)	10%	8%	12%	8%	0.7x	0.8x	6.9x	10.1x	9.4x	15.4x
<b>Mean</b>		6.1%	6.2%	13.9%	13.8%	10.5%	10.0%	1.8x	1.8x	20.8x	19.1x	80.2x	117.9x
<b>Median</b>		0.1%	9.5%	10.9%	12.6%	9.7%	7.8%	1.5x	1.2x	12.1x	10.1x	14.2x	15.0x

### Bản đồ nhiệt độ màu

Ở bảng phía bên trái, cho thấy hiệu quả hoạt động của BAF ở mức tầm trung so với ngành (vùng sắc vàng cam). Phía bên phải, các chỉ số bội số của BAF ở mức tầm trung so với ngành (vùng sắc vàng cam). Kết hợp 2 bảng, chúng tôi nhận định giá của BAF đang ở mức hơi **đắt** so với mức độ hiệu quả của BAF. Qua đó, chúng tôi nhận thấy mức độ kỳ vọng của nhà đầu tư đối với BAF là khá lớn.

### Kết quả định giá tương đồng

Định giá tương đối			
Khoản mục	Theo doanh thu	Theo EBITDA	Theo lợi nhuận
Giá trị nhỏ nhất	3.15	4.81	10.01
Giá trị trung bình	34.88	46.23	244.74
Giá trị trung vị	28.91	21.15	31.17
Giá trị cao nhất	104.22	194.12	1,204.44

### Lựa chọn kết quả định giá tương đồng

Chúng tôi đã tạo ra một ma trận kết quả từ việc thực hiện định giá tương đồng. Chúng tôi thực hiện như vậy để so sánh với kết quả từ mô hình định giá DCF. Tại bảng bên phải (Trading Multiples), Mục EV/EBITDA, P/E xuất hiện giá trị ngoại lai làm ảnh hưởng lớn đến giá trị trung bình và dẫn đến sai lệch trong kết quả định giá. Vì vậy đối với 2 khoản mục này, chúng tôi nhận định kết quả trả ra theo chỉ số P/E dựa vào giá trị trung vị sẽ đáng tin cậy. Đối với khoản mục EV/Revenue, giá trị trung bình khá gần với giá trị của BAF. Vì vậy, chúng tôi tin tưởng kết quả trả ra từ khoản mục này theo giá trị trung bình. Hai mức giá chúng tôi thu được từ mô hình này là 34.880 đồng/cp và 31.170 đồng/cp, khá tương đồng với kết quả từ mô hình định giá DCF.

## Góc nhìn động lượng và động lực giá:



Cổ phiếu BAF đã có nhịp tăng dài kể từ đầu tháng 9/2024. Trên đồ thị, ta có thể thấy hai đường EMA (Exponential Moving Average) 50 và 200 giao cắt nhau tại thời điểm này, cùng thời điểm báo cáo tài chính Q3/2024 được đưa ra.

Khi **EMA 50 cắt trên EMA 200**, thể hiện giao cắt vàng trên thị trường (Golden Cross) cho thấy xu hướng dài hạn đang chuyển dần sang tăng. Lúc này, RSI (Relative Strength Index) đo lường tốc độ và mức độ thay đổi của giá cho thấy BAF đang tại vùng quá mua (oversold), và các nhà đầu tư đang chuẩn bị cho một đợt tăng giá mạnh.

## Góc nhìn biên độ biến động của giá:



Biểu đồ Ichimoku của BAF trên khung D1, xu hướng tăng vẫn là chính, giá đang có dấu hiệu điều chỉnh ngắn hạn. Hiện tại, giá vẫn nằm trên mây Kumo, cho thấy xu hướng dài hạn chưa bị phá vỡ. Thời điểm hiện tại, giá đã cắt xuống Tenkan-sen và tiến gần đến Kijun-sen thể hiện áp lực từ bên bán đang gia tăng. Mây Kumo tương lai vẫn xanh nhưng có dấu hiệu thu hẹp, động lực tăng có thể yếu dần.

Các vùng quan trọng cần theo dõi: **hỗ trợ tại 32.288 (Kijun-sen)** và **31.000 (mây Kumo)**, **kháng cự gần nhất tại 34.750**. Nếu giá giữ vững trên Kijun-sen và bật lên, xu hướng tăng có thể tiếp tục. Nếu giá phá xuống mây Kumo, rủi ro đảo chiều sẽ cao hơn.

## Góc nhìn Elliot dài hạn:



Hiện tại, BAF đang trong giai đoạn cuối của chu kỳ sóng Elliott, với sóng 5 có dấu hiệu mở rộng (Wave 5 extended). Cụ thể, sóng 3 trước đó đã tăng 9,750 điểm, ta có thể kì vọng đà tiếp diễn giá của BAF có thể đạt đến 21.900 đến 22.000 điểm. Theo lý thuyết sóng Elliott, nếu sóng 5 mở rộng, nó thường có thể đạt từ 1.618 đến 2.618 lần sóng 3, tương ứng với vùng **giá mục tiêu BAF từ 34,000 đến 36,500**.

Chỉ báo **RSI chu kỳ 14 đang ở mức 76.59**, vượt ngưỡng 70, báo hiệu trạng thái quá mua. Trong quá khứ, mỗi khi RSI vượt 70, giá thường có xu hướng điều chỉnh. Đồng nghĩa với khả năng xuất hiện một nhịp hồi theo mô hình sóng nhỏ A-B-C trước khi tiếp tục xu hướng chính. **Vùng kháng cự mạnh từ 35,000 - 39,500** là mốc quan trọng cần theo dõi, đây có thể là khu vực giá chững lại hoặc điều chỉnh.

## TRIỀN VỌNG KINH TẾ THẾ GIỚI

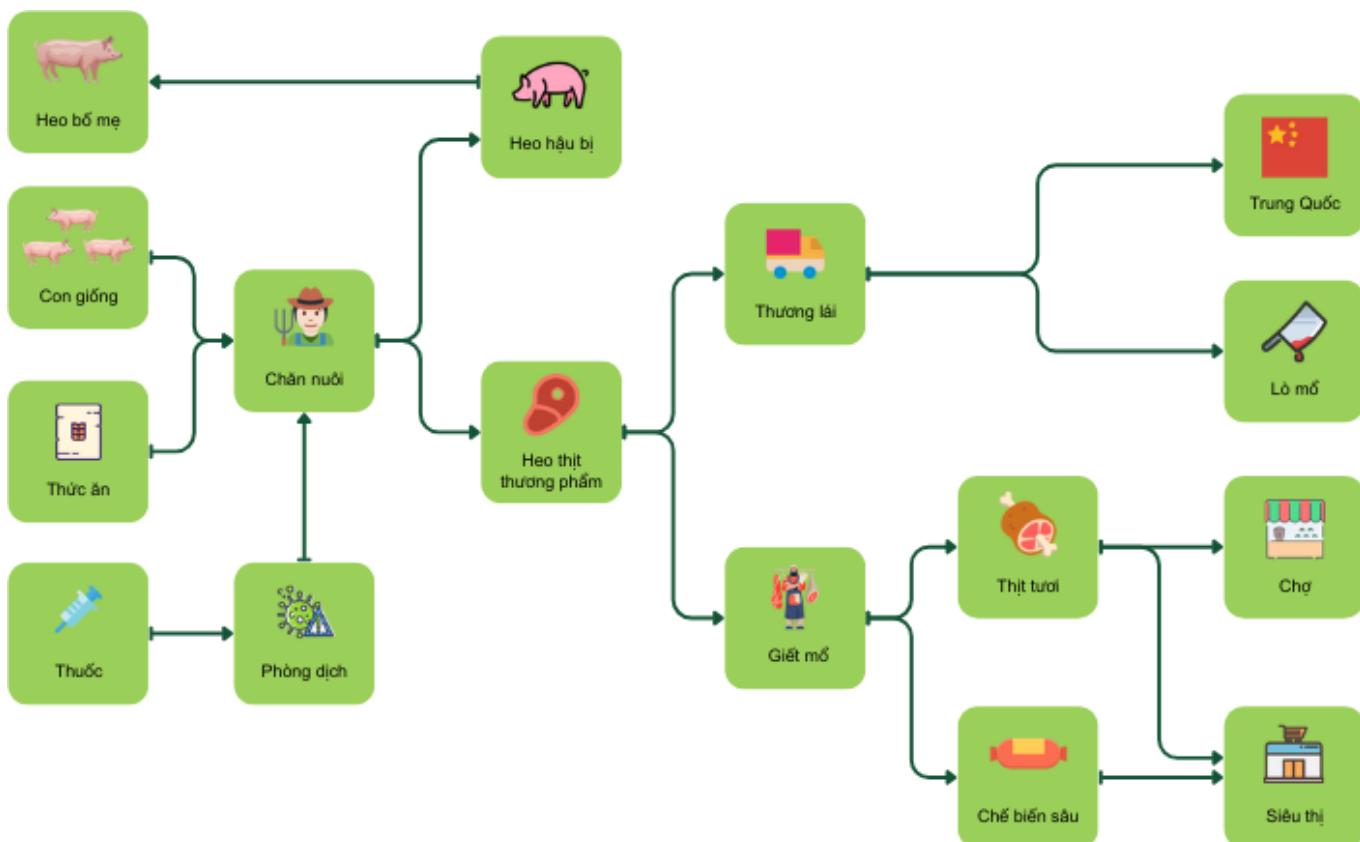
- Giá cả hàng hóa dự kiến sẽ giảm 3% trong năm 2024 và giảm thêm 5% vào năm 2025.** Giá dầu được dự báo giảm do nhu cầu toàn cầu phục hồi chậm, đặc biệt là ở trung quốc. Tuy nhiên, vẫn có rủi ro nếu các biện pháp kích thích tiêu dùng của trung quốc và mức tăng trưởng vượt kỳ vọng của mỹ có thể đẩy giá hàng hóa lên cao hơn.
- Căng thẳng địa chính trị leo thang** có thể dẫn đến giá cả hàng hóa biến động. Sự bất ổn của chính sách thương mại gia tăng có thể gây thêm phân mảnh trong thương mại.
- Các đối tác xuất khẩu gạo chính** của Việt Nam là Ấn Độ và Thái Lan được dự báo sẽ tăng sản lượng sản xuất niên vụ 2024/25. Ấn Độ dự kiến sản lượng tăng kỷ lục 7,2 triệu tấn lên mức 145 triệu tấn và có thể tiếp tục thực thi các chính sách hỗ trợ xuất khẩu trong năm 2025 do tồn kho gạo dồi dào.
- IMF đã giảm dự báo tăng trưởng thế giới xuống 0,1%** trong báo cáo triển vọng kinh tế TG mới nhất vào ngày 22/10. Các đối tác thương mại lớn của Việt Nam như Mỹ, Trung Quốc, Hàn Quốc đều được dự báo tăng trưởng chậm lại so với năm 2024, trong khi khu vực EU và Nhật Bản vẫn tăng trưởng ở mức thấp. Lạm phát toàn cầu được dự báo tiếp tục xu hướng giảm và hầu hết các nền kinh tế sẽ giảm về/gần về mức mục tiêu vào cuối năm 2025, nhưng vẫn có rủi ro đáng kể từ chính sách thương mại của Mỹ, xu hướng bảo hộ thương mại và sự bất ổn chính trị.
- Triển vọng thương mại Việt Nam - Hoa Kỳ được cho là khả quan** trong nửa đầu năm 2025, chủ yếu nhờ chính sách thuế quan của Tổng thống đắc cử Donald Trump (nhiệm kỳ 2025 - 2028). Hàng xuất khẩu của Việt Nam có thể cạnh tranh hơn khi hàng hóa Trung Quốc chịu thuế quan cao, và triển vọng tiêu dùng tại Mỹ tích cực nhờ cắt giảm thuế thu nhập. Tuy nhiên, mức độ bất định cao trong các chính sách cụ thể cũng như ảnh hưởng kinh tế dài hạn vẫn là một rủi ro. Tiêu dùng Mỹ có thể bị hạn chế bởi tỷ lệ lạm phát có khả năng tăng trở lại trong nửa sau năm 2025. Việt Nam cũng có thể chịu điều tra và đánh thuế bổ sung khi thặng dư thương mại với Mỹ tăng cao. Chính sách thuế quan của Mỹ có thể khiến lạm phát tại Mỹ khó kiểm soát hơn và cản trở lộ trình giảm lãi suất của FED, dẫn đến đồng USD duy trì ở mức cao và có thể cản trở dòng vốn đầu tư quốc tế vào Việt Nam.
- Nền kinh tế Trung Quốc dự báo suy yếu trong khi châu Âu chỉ phục hồi nhẹ.** Hàng hóa TQ nếu bị Mỹ áp thuế cao có thể tràn sang các thị trường khác với giá rẻ, do đó xuất khẩu của Việt Nam sang các thị trường này có thể bị ảnh hưởng.

## TRIỀN VỌNG KINH TẾ VIỆT NAM

- Năm 2024, kinh tế Việt Nam ghi nhận tăng trưởng 7,09%, vượt mục tiêu của chính phủ nhờ sự phục hồi của xuất khẩu hàng chế biến, chế tạo và thu hút vốn đầu tư.
- Tăng trưởng GDP** của Việt Nam năm 2025 được các tổ chức quốc tế **dự báo tích cực** (WB - 5,5%, IMF- 6,2%, ADB - 6,5%).
- Các **chính sách tài khóa và tiền tệ** dự kiến sẽ tiếp tục theo hướng hỗ trợ tăng trưởng trong năm 2025. Động lực đầu tư, xuất khẩu và tiêu dùng được kỳ vọng sẽ đóng vai trò quan trọng.
- Việt Nam được kỳ vọng sẽ tiếp tục **thu hút FDI theo mô hình "SET+1"**, trở thành lựa chọn an toàn cho ngành công nghiệp bán dẫn toàn cầu. Việc thiết lập quan hệ đối tác chiến lược toàn diện với nhiều quốc gia là động lực quan trọng giúp thu hút dòng vốn FDI. Việt Nam đã hoàn thiện chiến lược phát triển ngành công nghiệp bán dẫn, kỳ vọng thúc đẩy thu hút FDI trong lĩnh vực này.
- Một số dự án **đường cao tốc** có kế hoạch hoàn thiện trong năm 2025, dự kiến Việt Nam sẽ có ít nhất 3.000 km đường cao tốc vào cuối năm sau.
- Triển vọng **xuất khẩu** của Việt Nam được đánh giá tích cực nhờ hàng hóa có sức cạnh tranh tốt hơn trong bối cảnh chính sách thuế quan của Mỹ đối với Trung Quốc. Các mặt hàng tiêu dùng của VN có tiềm năng tăng trưởng tại thị trường Mỹ.
- Việc **Trung Quốc nới lỏng chính sách tiền tệ và tăng cường hỗ trợ tài khóa** có thể mang lại lợi ích cho các nhà xuất khẩu của Việt Nam nếu nhu cầu nội địa của Trung Quốc phục hồi.
- Việt Nam đang **đẩy nhanh quá trình cải cách thể chế trên hai phương diện chính**: cải tiến quá trình làm luật và chính sách, và sắp xếp lại bộ máy Chính phủ. Công tác làm luật nhanh chóng, kịp thời, đồng bộ giúp giải quyết các vướng mắc pháp lý cho nhiều ngành nghề. Việc tinh gọn bộ máy chính phủ được kỳ vọng sẽ giúp giảm chi tiêu thường xuyên và chi phí quản lý hành chính, qua đó thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.
- Thị trường chứng khoán Việt Nam có triển vọng nâng hạng**, có thể được FTSE nâng hạng sớm nhất vào kỳ đánh giá tháng 9/2025 nếu hệ thống giao dịch KRX đi vào hoạt động và triển khai mô hình đối tác bù trừ trung tâm CCP. Việc nâng hạng có thể thu hút thêm vốn đầu tư thụ động và chủ động.
- Dòng vốn ngoại đầu tư gián tiếp** vào thị trường Việt Nam dự kiến sẽ cải thiện mạnh mẽ, nhất là vào nửa cuối năm 2025.
- Chính sách tiền tệ tiếp tục linh hoạt**, hỗ trợ tăng trưởng và ưu tiên duy trì lãi suất thấp trong bối cảnh lạm phát được cho phép cao hơn.
- Thị trường trái phiếu doanh nghiệp** dự kiến có thêm nhiều cơ hội phát hành mới ra công chúng nhờ Luật Chứng khoán sửa đổi.

**PHÂN TÍCH CẠNH TRANH NGÀNH CHĂN NUÔI HEO VIỆT NAM  
THEO MÔ HÌNH PORTER'S FIVE FORCES**

<b>Nguy cơ từ đối thủ tiềm ẩn TRUNG BÌNH</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Rào cản gia nhập:</b> Cao với chi phí đầu tư ban đầu lớn (trang trại 10.000 con thịt ước tính 50-100 tỷ VND), yêu cầu công nghệ (VD: xử lý chất thải), và tuân thủ Luật Chăn nuôi 2025. Các doanh nghiệp hiện hữu như BAF có lợi thế kinh tế quy mô và chuỗi giá trị khép kín 3F.</li> <li><b>Mức độ hấp dẫn:</b> Triển vọng tăng trưởng tích cực có thể thu hút nhà đầu tư mới, nhưng rủi ro ASF và thời gian hoàn vốn dài (BAF dự kiến dòng tiền tự do dương vào 2027-2028) là trở ngại.</li> </ul>
<b>Quyền lực thương lượng của nhà cung cấp TRUNG BÌNH - CAO</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>TACN:</b> Nguyên liệu nhập khẩu chiếm 85% (6,8 tỷ USD năm 2023, 2,91 tỷ USD trong 7 tháng 2024), làm tăng quyền lực của nhà cung cấp quốc tế. Các doanh nghiệp FDI sản xuất TACN chiếm 62,5% sản lượng (2023 - Vietnam Report), nhưng BAF tự chủ 73% TACN (2022) và hướng tới 100%.</li> <li><b>Con giống:</b> Tại Việt Nam, hầu hết các doanh nghiệp chăn nuôi nội địa đều phải nhập khẩu toàn bộ nguồn heo cụ kỵ và một phần heo ông bà do bản chất số lượng heo thuần chủng là cực kì hạn chế và đã được các tập đoàn giống lớn trên thế giới chi phối nguồn cung.</li> </ul>
<b>Quyền lực thương lượng của người mua TRUNG BÌNH</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Người tiêu dùng nhạy cảm về giá</b> nhưng ngày càng ưu tiên thịt sạch. Các kênh phân phối hiện đại (siêu thị, e-commerce) có quyền lực cao hơn do yêu cầu chất lượng và số lượng lớn.</li> </ul>
<b>Nguy cơ từ sản phẩm thay thế TRUNG BÌNH</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Thịt gia cầm, thủy sản, và protein thực vật cạnh tranh với thịt heo</b>, nhưng thịt heo vẫn chiếm ưu thế văn hóa. Thịt nhập khẩu và nhập lậu gia tăng áp lực, với 6.000-8.000 con heo nhập lậu/ngày và nhập khẩu thịt gia cầm đạt 195.000 tấn trong 7 tháng 2024 (tăng 30%).</li> </ul>
<b>Cường độ cạnh tranh trong ngành CAO</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ngành có sự <b>tham gia của nông hộ nhỏ lẻ</b> (35-51% sản lượng năm 2024) và doanh nghiệp lớn (BAF, CP, Dabaco, Masan). Sự chuyên nghiệp hóa làm giảm cạnh tranh giá, nhưng ASF gây áp lực bán tháo cục bộ. Các doanh nghiệp lớn khác biệt hóa qua thương hiệu và sản phẩm chế biến (BAF nhắm biên lợi nhuận gộp 30% năm 2025).</li> <li>Ngành thu hút vốn FDI 2,2 tỷ USD (81 dự án), với các trang trại từ 1.500 con trở lên chiếm 30% tổng đàn, và 16 doanh nghiệp lớn đạt 6 triệu con/năm (23,5% tổng đàn), làm gia tăng cạnh tranh từ các tập đoàn FDI như CP và New Hope.</li> </ul>



## NGUỒN GIỐNG

- Heo bố mẹ:** Việt Nam phụ thuộc vào việc **nhập khẩu giống** heo cự kỳ và ông bà thuần chủng từ **nước ngoài** (chủ yếu là các nước phát triển) để lai tạo ra heo bố mẹ 2 máu. Một số doanh nghiệp nội địa lớn đã **tự chủ** được nguồn cung heo bố mẹ, giảm sự phụ thuộc vào nhập khẩu.
- Heo hậu bị:** Trong quá trình chăn nuôi, các con **heo nái đạt tiêu chuẩn** sẽ được chọn lọc để đưa vào nhóm heo hậu bị, **phục vụ cho việc sinh sản giống** cho các thế hệ sau.

## HEO GIỐNG

- Con giống chiếm khoảng **20-30%** giá vốn nuôi heo.
- Heo giống thường được nuôi theo mô hình lai 4 máu, kết hợp các đặc điểm tốt từ 4 dòng heo khác nhau để **tối ưu hóa chất lượng và năng suất**.

## CHĂN NUÔI

- Thời gian chăn nuôi:** Một chu kỳ nuôi heo mất khoảng 5-6 tháng, với heo thịt đạt trọng lượng 100 kg được xem là đủ tiêu chuẩn xuất bán.
- Thức ăn:** Chiếm **40-50%** chi phí nuôi heo, với thành phần chính là ngô, bã đậu tương và lúa mì. Do Việt Nam thiếu nguồn nguyên liệu nội địa, thức ăn chăn nuôi chủ yếu được **nhập khẩu từ các nước Nam Mỹ**.
- Thuốc men:** Chiếm **5-10%** chi phí, chủ yếu được cung cấp bởi các **doanh nghiệp ngoại**.
- Phòng dịch:** Đây là khâu quan trọng để tránh dịch bệnh lây lan và phải tiêu hủy cả đàn. Các doanh nghiệp lớn áp dụng **quy trình nghiêm ngặt**, nuôi heo trong **khu vực cách ly** để giảm tỷ lệ bệnh.

## HEO THỊT THƯƠNG PHẨM

- Sau khi hoàn thành chu kỳ chăn nuôi, heo được phân loại thành heo thịt thương phẩm, sẵn sàng cho các khâu tiếp theo.

## THƯƠNG LÁI VÀ XUẤT KHẨU

- Thương lái:** Thu mua heo từ các trang trại và vận chuyển đến **lò mổ hoặc các chợ truyền thống**. Tuy nhiên, heo bán qua thương lái thường không đạt giá trị gia tăng cao.
- Xuất khẩu sang Trung Quốc:** Do thịt heo Việt Nam chưa đạt tiêu chuẩn quốc tế, phần lớn heo được thương lái gom mua và **xuất khẩu tiểu ngạch** sang Trung Quốc. Khi Trung Quốc thiếu hụt thịt, giá heo tại Việt Nam thường tăng do cầu lớn.

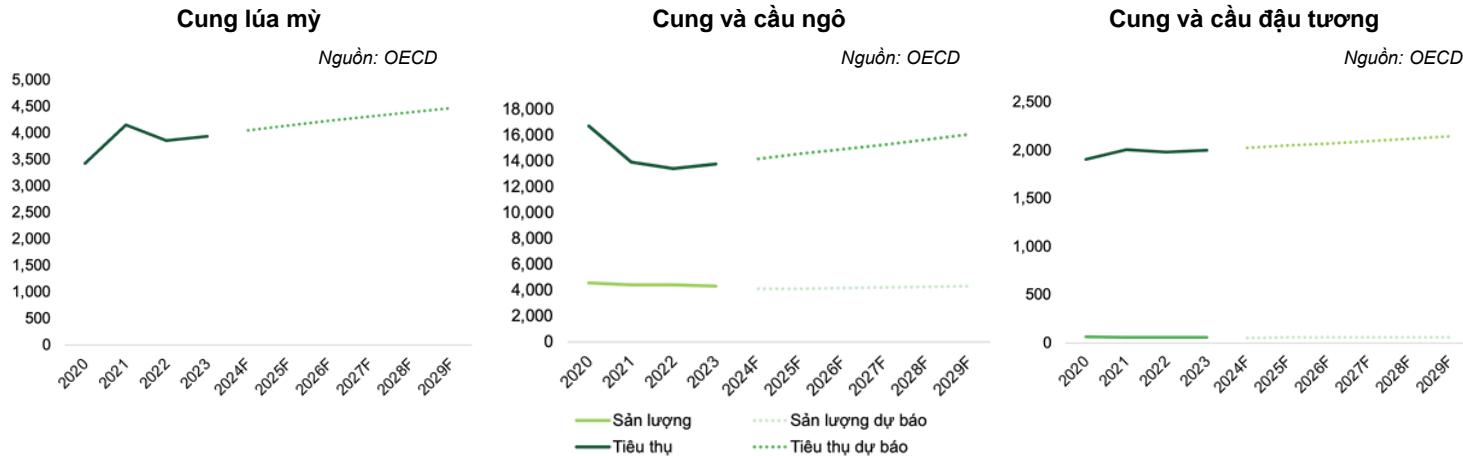
## GIẾT MỔ

- Hệ thống giết mổ tại Việt Nam hiện còn **mạnh mún và chưa đạt tiêu chuẩn cao**. Các doanh nghiệp tự chủ khâu giết mổ, như CP (doanh nghiệp nội dẫn đầu), có lợi thế cạnh tranh lớn nhờ giá tăng giá trị sản phẩm.

## PHÂN PHỐI VÀ CHẾ BIẾN

- Thịt tươi:** Sau khi giết mổ, thịt tươi được phân phối trực tiếp đến **các kênh tiêu thụ**.
- Chế biến sâu:** Một phần thịt được chế biến thành **các sản phẩm như xúc xích, thịt đóng gói**, nhằm tăng giá trị gia tăng.
- Phân phối:**
  - Chợ:** Kênh **truyền thống**, nơi thịt tươi và sản phẩm chế biến được bán rộng rãi.
  - Siêu thị:** Kênh **hiện đại**, ngày càng phổ biến với các sản phẩm chế biến sâu và thịt tươi đạt tiêu chuẩn.

## VIỆT NAM



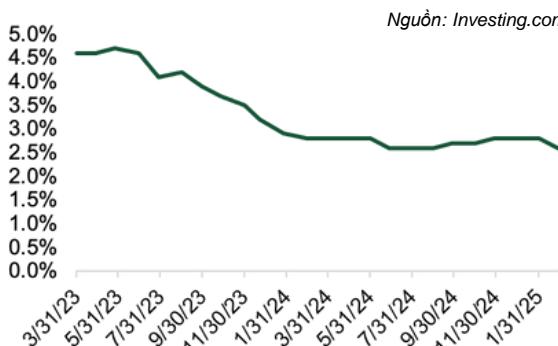
Nhìn chung thì **sản lượng SX NS** trong nước **không đủ để đáp ứng nhu cầu tiêu thụ**, lúa mì cũng chỉ nhập khẩu từ nước ngoài và nhu cầu tiêu thụ NS ở Việt Nam được dự đoán có xu hướng tăng. Do đó, Việt Nam cần phải **gia tăng nhập khẩu NS**. Thực tế thì phần lớn NS đều được các DN nhập khẩu từ Brazil, Argentina, Nga. Chúng tôi sẽ tiếp tục phân tích sản lượng và nhu cầu nông sản thế giới để dự đoán hướng đi của giá nông sản.

## THẾ GIỚI

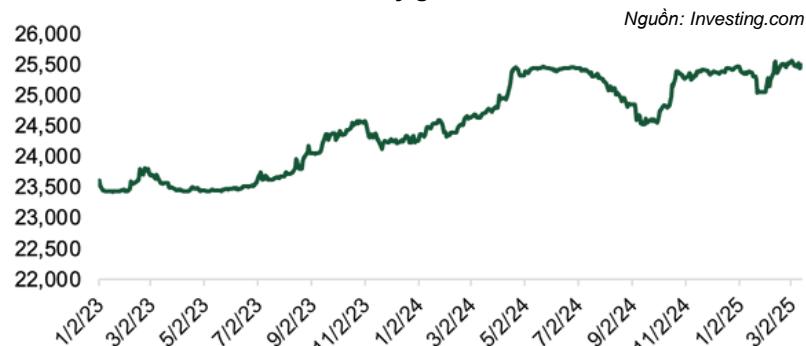


Theo Báo cáo triển vọng Nông nghiệp của OECD giai đoạn 2024-2029, trong năm 2024, **cung lúa mì dự kiến sẽ lớn hơn so với cầu**. Từ năm 2025 trở về sau, **cầu sẽ vượt cung**, do đó **giá lúa mì có thể tăng** trong tương lai. Ngược lại, nguồn **cung ngô và đậu tương dự kiến sẽ vượt cầu** trong giai đoạn này, do đó **giá ngô và giá đậu tương có thể giảm** trong tương lai. Theo Báo cáo Định giá lần đầu của FPTS, kể từ năm 2022, BAF chỉ tập trung vào KD ngô, do đó giá ngô sẽ ảnh hưởng lớn nhất đến hoạt động KD Nông sản cũng như giá NVL SX TACN của DN.

Biểu đồ: Chỉ số PCE lõi



Biểu đồ: Tỷ giá USD/VND



Do phần lớn là nhập khẩu nên **giá NS ở Việt Nam sẽ đi theo xu hướng giá NS thế giới** nên **rủi ro tỷ giá khá cao**. Nguồn cung NS của BAF do Tập đoàn Tân Long cung cấp nhưng nguồn NS này lại do Tân Long nhập khẩu nên BAF vẫn chịu rủi ro tỷ giá.

Từ tháng 9/2024, **FED đã liên tục hạ lãi suất** và cho tới nay mức lãi suất đã giảm xuống 4,25 - 4,5%. Tuy nhiên, **tốc độ hạ lãi suất của FED đang chậm lại**, nguyên nhân là do các chính sách thuế quan của Tổng thống Trump gây lo ngại cho việc lạm phát có thể tăng trở lại (mặc dù lạm phát đã giảm liên tục kể từ cuối năm 2024, cho tới nay đã xuống mức 2,65%, nhưng nó vẫn chưa đạt mức lạm phát mục tiêu 2% của FED). Việc FED thận trọng hạ lãi suất như vậy **sẽ gia tăng áp lực lên tỷ giá USD/VND**, do đó chúng tôi cho rằng **tỷ giá vẫn sẽ neo cao** trong tương lai.

Tuy nhiên, giá NS có xu hướng giảm và BAF lại được hưởng ưu đãi giá khi nhập NS từ Tập đoàn Tân Long nên họ sẽ không quá lo ngại về tác động của tỷ giá lên giá NVL SX TACN.

## PHỤ LỤC C.6 - CHUYỂN ĐỔI THỰC ĂN VÀ CHẤT LƯỢNG THỊT TỪ GENESUS

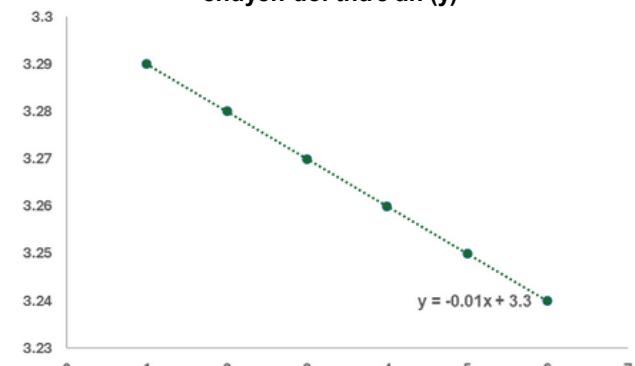
### Tối ưu hóa chất lượng thịt và hiệu suất chăn nuôi

Chất lượng thịt ảnh hưởng lớn đến nhu cầu và lợi nhuận, với người tiêu dùng ưa chuộng thịt mềm, mọng nước và có vân mỡ. Đáp ứng tiêu chí này giúp ngành thịt lợn tăng trưởng và phát triển bền vững.

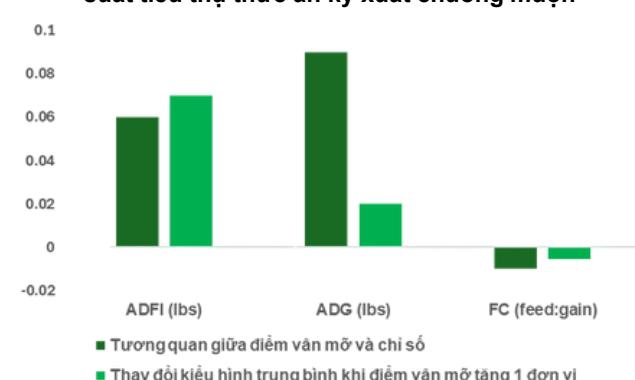
Quan niệm phổ biến cho rằng tăng chất lượng thịt, đặc biệt là vân mỡ, sẽ làm giảm năng suất chăn nuôi. Tuy nhiên, Genesus đã nghiên cứu và nhân giống Jersey Red Duroc trong hơn 20 năm để cân bằng giữa chất lượng thịt và hiệu quả sản xuất. Họ áp dụng phương pháp đo lường, chọn lọc để tăng vân mỡ mà không làm tăng lượng mỡ lưng, đảm bảo hiệu suất chăn nuôi không bị ảnh hưởng.

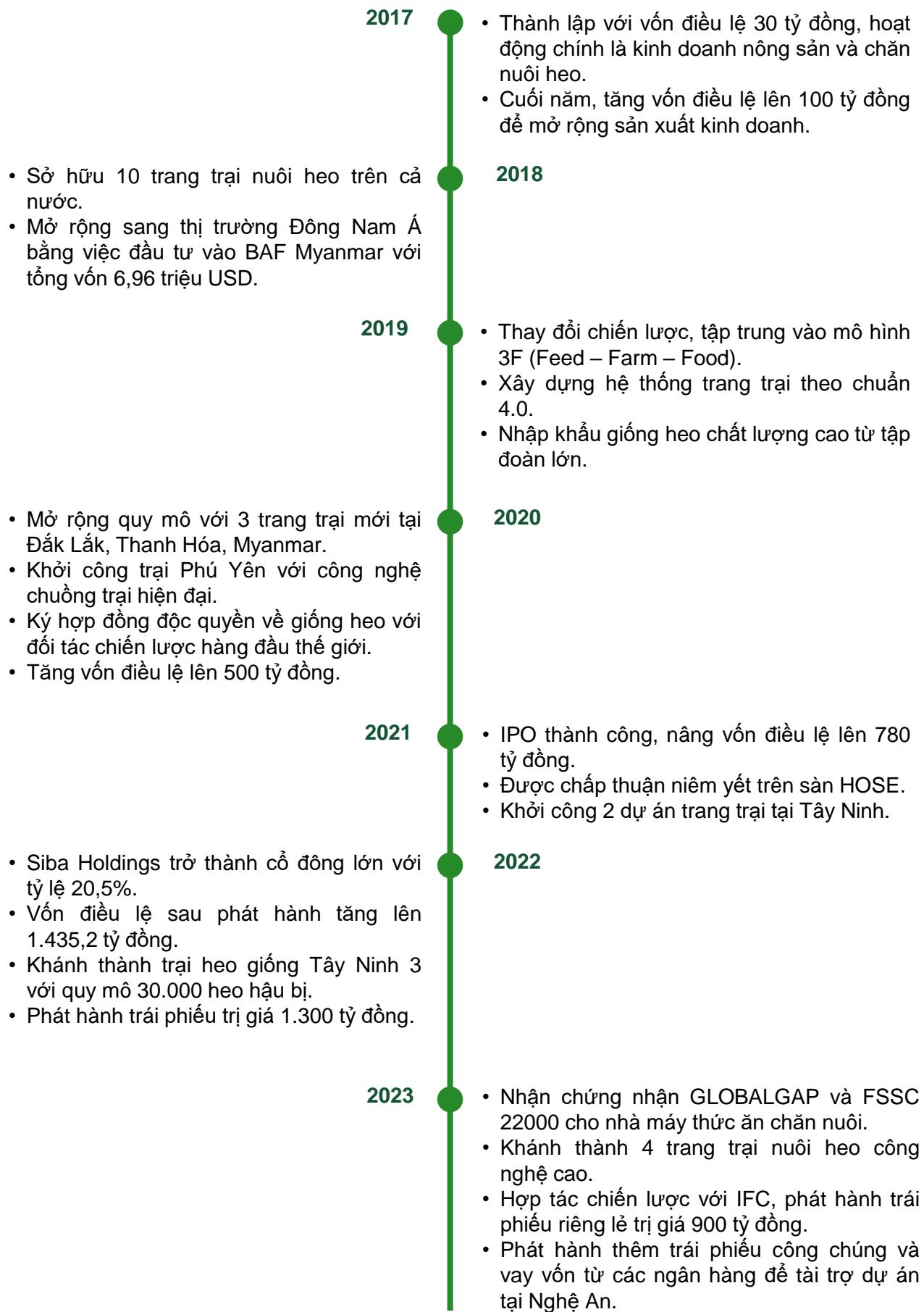
Dữ liệu từ 1.304 con lợn Duroc của Genesus cho thấy điểm cầm thạch cao hơn không làm giảm hiệu suất sản xuất. Khi điểm cầm thạch tăng 1 đơn vị, lượng thức ăn tiêu thụ hàng ngày chỉ tăng nhẹ (0.39lbs/ngày), trong khi tốc độ tăng trưởng được cải thiện và thời gian nuôi giảm 5.8 ngày. Kết quả này bác bỏ quan niệm rằng tăng chất lượng thịt sẽ làm giảm năng suất, khẳng định chương trình nhân giống của Genesus giúp tối ưu hóa cả hai yếu tố mà không cần đánh đổi.

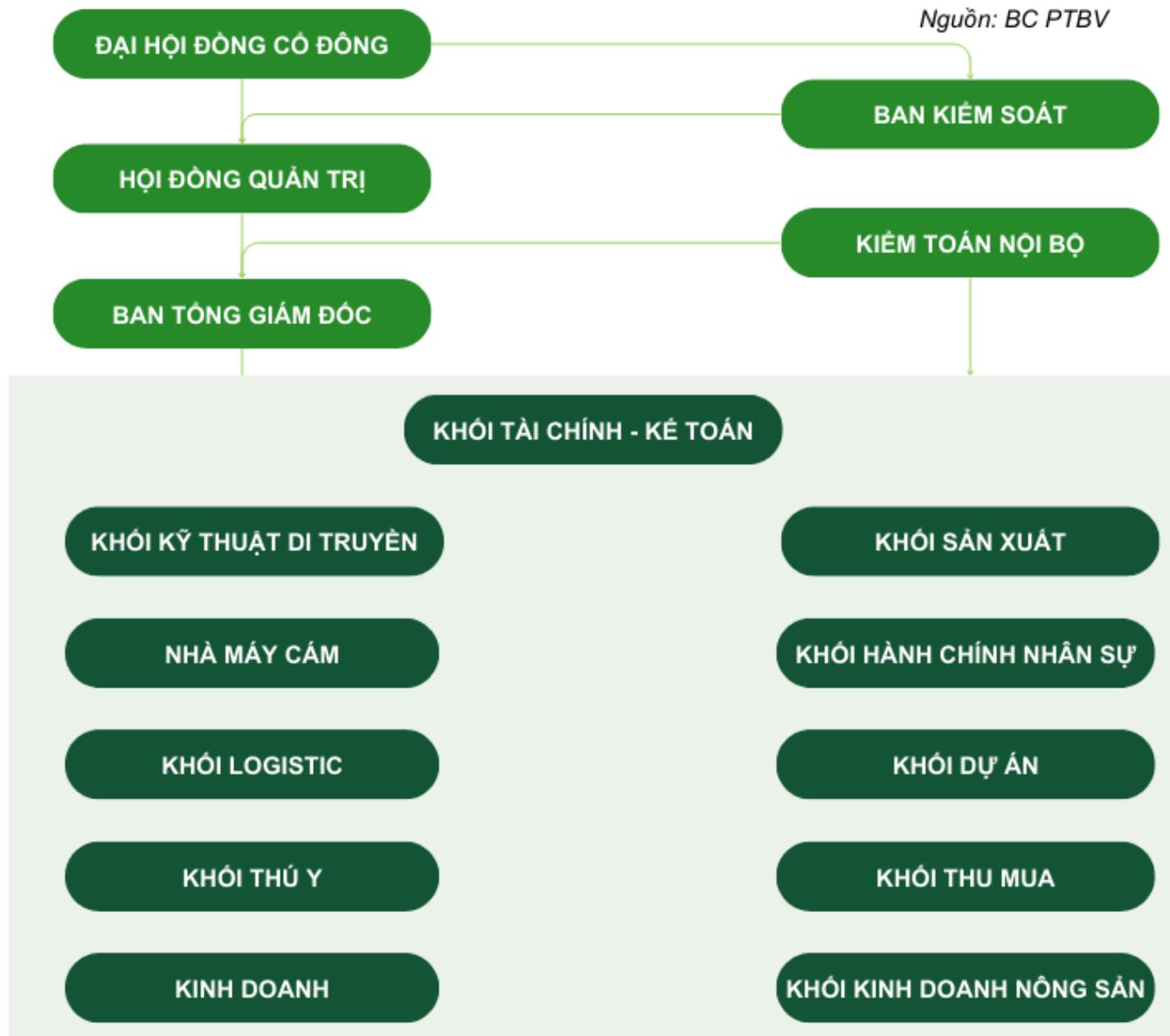
### Mối quan hệ giữa điểm vân mỡ (x) và hiệu suất chuyển đổi thức ăn (y)



### Mối tương quan giữa điểm vân mỡ thân thịt và hiệu suất tiêu thụ thức ăn kỳ xuất chuồng muộn



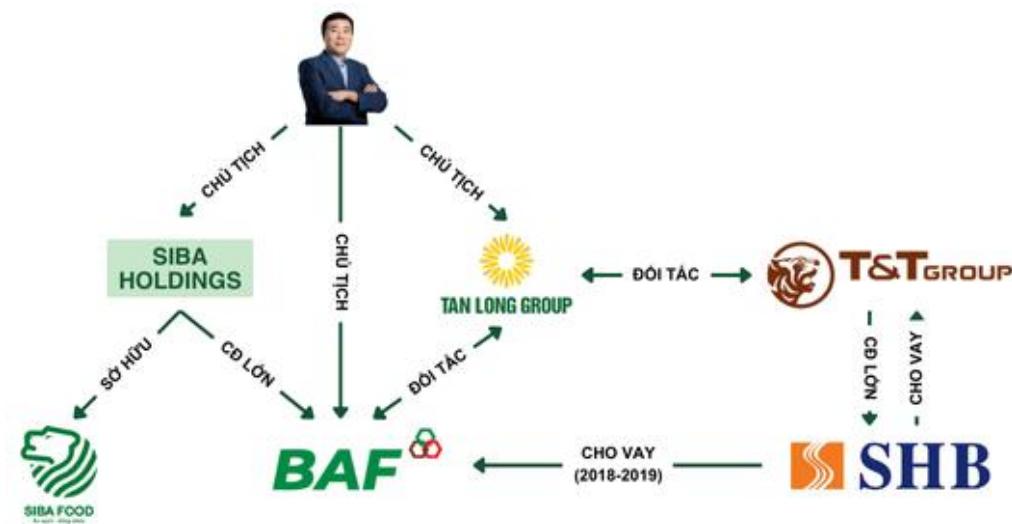




**Mô hình quản trị của BAF** thể hiện một cấu trúc tổ chức **phân cấp rõ ràng**, tuân theo các **nguyên tắc quản trị DN hiện đại**. Ở cấp cao nhất, **ĐHĐCD** đóng vai trò là cơ quan quyết định chủ chốt, trong khi **HĐQT** đảm nhiệm việc giám sát chiến lược và định hướng phát triển. Đồng thời, **BKS** và **Kiểm toán nội bộ** giúp đảm bảo tính minh bạch, hạn chế rủi ro gian lận trong hoạt động tài chính và quản lý DN. Việc tách bạch các bộ phận giám sát giúp **nâng cao tính khách quan và hiệu quả** trong quản trị DN.

Dưới HĐQT là **Ban Tổng GD**, đóng vai trò **điều hành và quản lý trực tiếp** các hoạt động KD của công ty. Bên dưới cấp điều hành, cơ cấu tổ chức của BAF được chia thành nhiều khối chức năng, trong đó **Khối TC-KT** giữ vai trò trung tâm, cho thấy tầm quan trọng của việc kiểm soát tài chính trong chiến lược quản trị. Ngoài ra, các bộ phận hỗ trợ như **Khối hành chính nhân sự**, **Khối logistic**, **Khối dự án** và **Khối thu mua** giúp duy trì sự vận hành trơn tru của DN, đảm bảo các hoạt động từ nhân sự, vận chuyển đến đầu tư và thu mua nguyên liệu được thực hiện một cách hiệu quả, hỗ trợ cho các khối chuyên môn chính.

Một điểm đáng chú ý trong mô hình này là **sự tập trung mạnh** vào chuỗi giá trị ngành nông nghiệp và chăn nuôi, thể hiện qua sự xuất hiện của các bộ phận đặc thù như **Khối kỹ thuật di truyền**, **Nhà máy cám**, **Khối thú y** và **Khối KD nông sản**, cho thấy BAF không chỉ hoạt động trong lĩnh vực sản xuất mà còn **đầu tư vào nghiên cứu, phát triển công nghệ và mở rộng thị trường nông sản**. Đây là một chiến lược hợp lý nhằm **gia tăng lợi thế** cạnh tranh trong ngành chăn nuôi, **tối ưu hóa chi phí** và **nâng cao chất lượng sản phẩm**. Tuy nhiên, một điểm có thể cải thiện trong mô hình này là **sự phân chia khá chi tiết** với **nhiều bộ phận nhỏ**, có thể dẫn đến **sự chồng chéo trong nhiệm vụ** hoặc làm **tăng khối lượng quản lý hành chính**. Do đó, BAF cần xem xét **tối ưu hóa** sự phối hợp giữa các khối, đặc biệt là giữa khối sản xuất, logistics và KD, để **đảm bảo tính liên kết và hiệu suất hoạt động cao nhất**. Ngoài ra, DN cũng có thể đánh giá lại mức độ hiệu quả của từng bộ phận, **tinh gọn bộ máy** mà không làm ảnh hưởng đến chất lượng vận hành.



### VAI TRÒ CỦA BAF TRONG HỆ SINH THÁI TÂN LONG

BAF là một mảnh ghép quan trọng trong hệ sinh thái Tân Long, tập trung vào chăn nuôi và phân phối thịt heo để hoàn thiện chuỗi giá trị 3F. Chủ tịch HĐQT của BAF, ông Trương Sỹ Bá, đồng thời là người đứng đầu **Tân Long Group** và **Siba Holdings**, cho thấy sự liên kết chặt chẽ giữa các đơn vị này. Thay vì hợp nhất, các công ty trong hệ sinh thái được tách biệt và hợp tác với nhau, tạo nên một mạng lưới kinh doanh phức tạp. Việc tách BAF và Siba Food khỏi Tân Long Group có thể nhằm làm đẹp sổ liệu tài chính trong giai đoạn đầu, với khả năng hợp nhất trong tương lai khi hai đơn vị này ổn định.

### MỐI QUAN HỆ KINH DOANH VỚI TÂN LONG GROUP

**Tân Long Group** thành lập năm 2000 dưới tên Công ty TNHH Tân Long Vân và chuyển đổi thành CTCP vào năm 2006, Tân Long Group là một trong những tập đoàn lớn nhất Việt Nam trong lĩnh vực nông nghiệp. Các hoạt động chính bao gồm nhập khẩu, phân phối nông sản (ngô, khô đậu tương, lúa mì), sản xuất TACN, xuất khẩu gạo và khai thác khoáng sản. Tân Long hỗ trợ BAF mạnh mẽ về tài chính và nguồn cung, đặc biệt trong giai đoạn 2018-2019 khi các hợp đồng thu mua nông sản giữa hai bên được thế chấp để vay vốn từ **Ngân hàng SHB** – một NHTM lớn tại Việt Nam, nổi tiếng với mối quan hệ gần gũi với T&T Group.

### MỐI QUAN HỆ VỚI SIBA HOLDINGS VÀ SIBA FOOD

**Siba Holdings** là công ty con của Tân Long Group, sở hữu chuỗi siêu thị **Siba Food** – đơn vị phân phối 100% thịt heo của BAF. Siba Food từng là công ty liên kết của BAF cho đến cuối năm 2022, sau đó BAF thoái toàn bộ vốn vào năm 2023. Tuy nhiên, hai bên vẫn duy trì quan hệ kinh doanh, với Siba Food tiếp tục là kênh tiêu thụ chính cho sản phẩm của BAF.

### MỐI QUAN HỆ VỚI T&T GROUP VÀ VAI TRÒ TRUNG GIAN CỦA BAF

**T&T Group**: Do ông Đỗ Quang Hiển (bầu Hiển) lãnh đạo, T&T Group là tập đoàn kinh tế tư nhân đa ngành lớn tại Việt Nam, hoạt động trong tài chính, bất động sản, công nghiệp và đặc biệt là nhập khẩu nông sản. Tân Long Group có mối quan hệ kinh doanh chặt chẽ với T&T, chủ yếu thu mua nông sản từ T&T để phân phối cho các đơn vị sản xuất thức ăn chăn nuôi. Các giao dịch này thường được thế chấp cho các khoản vay của T&T tại Ngân hàng SHB.

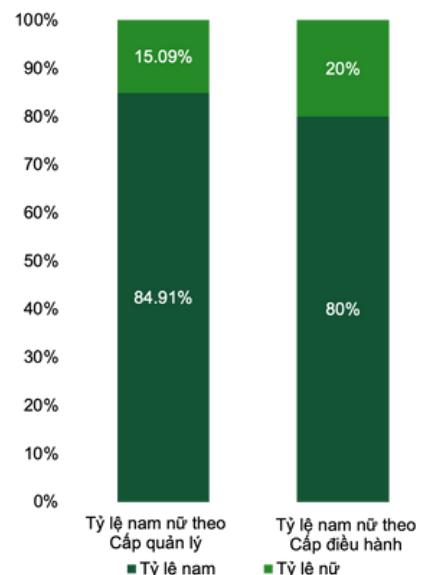
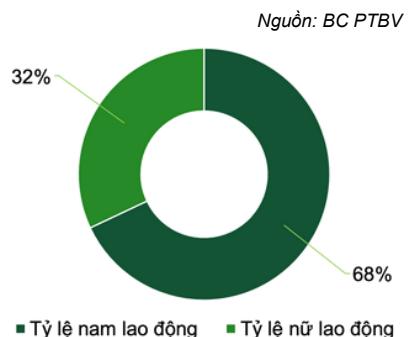
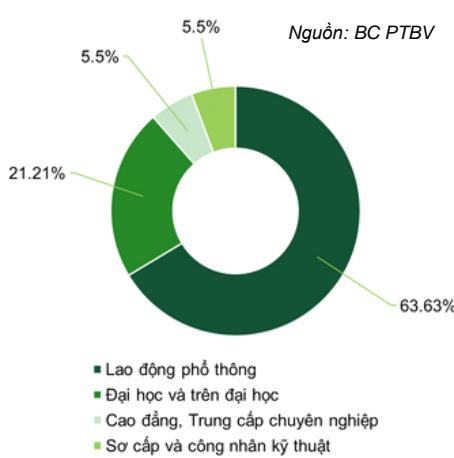
**Vai trò trung gian của BAF**: BAF tham gia vào chuỗi trao đổi hàng hóa giữa Tân Long và T&T, thể hiện qua các khoản phải thu và phải trả lớn trong báo cáo tài chính:

- **Khoản phải thu:**
  - **CTCP Việt Phi**: Chuyên phân phối hạt điều, thuộc sở hữu của Tân Long Group.
  - **Công ty XNK Tân Thành Nam**: Hoạt động xuất nhập khẩu nông sản, liên quan đến Tân Long.
  - **Công ty Phát triển Dịch vụ Sơn La**: Đơn vị cung ứng nông sản trong hệ sinh thái Tân Long.
- **Khoản phải trả:**
  - **CTCP Nông nghiệp An Điền**: Công ty nông nghiệp cung cấp nguyên liệu cho BAF.
  - **CTCP Kinh doanh Thương mại Thịnh Phát**: Đơn vị giao dịch nông sản lớn với BAF.
  - **CTCP CBOT Việt Nam**: Hoạt động thương mại nông sản, liên kết với Tân Long.
  - **CTCP Nông sản MOGB Quốc tế**: Chuyên kinh doanh nông sản quốc tế.

### ĐÁNH GIÁ VÀ PHÂN TÍCH

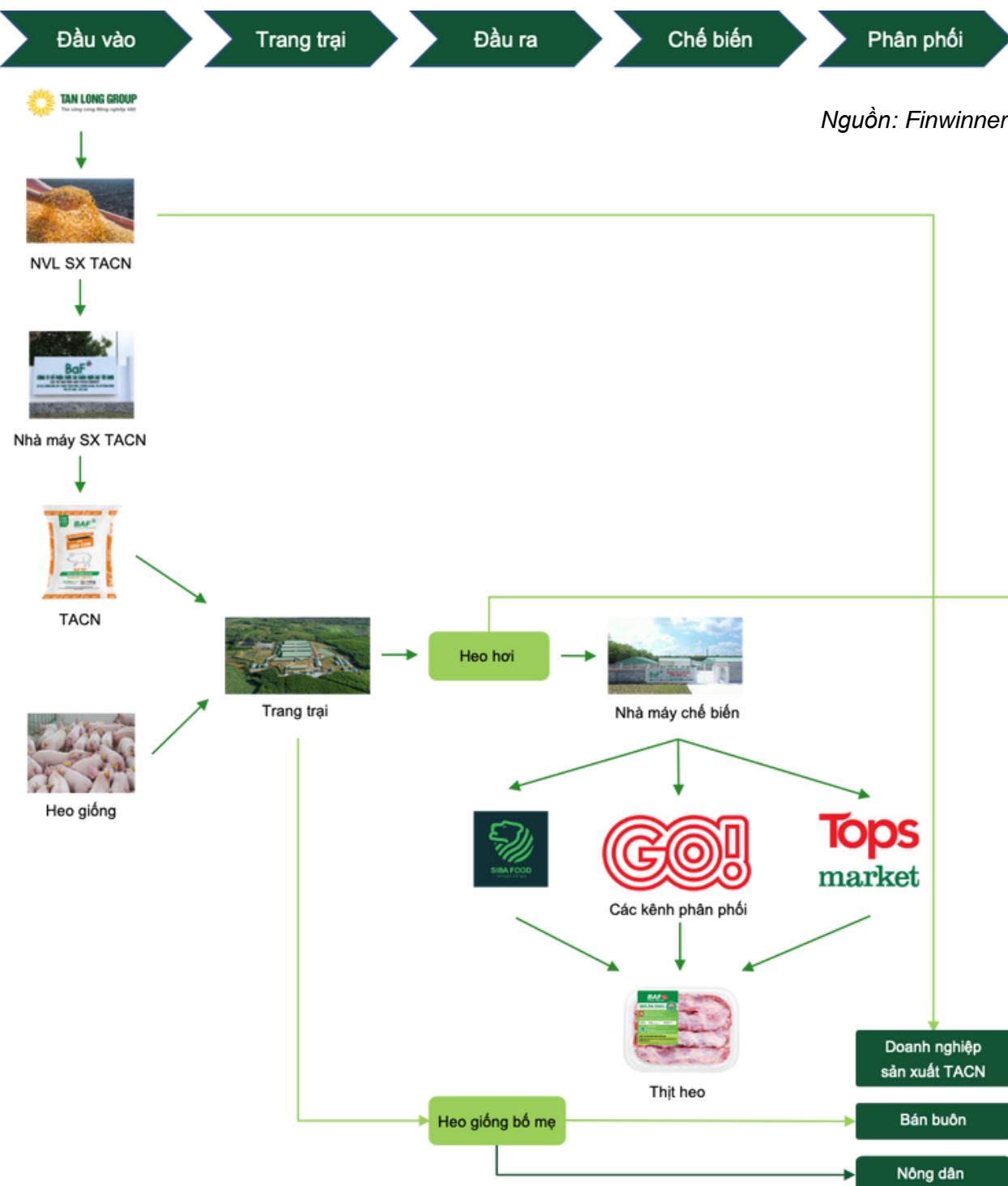
- **Lợi ích**: Mối quan hệ này mang lại cho BAF nguồn vốn từ Tân Long và SHB, kênh phân phối ổn định qua Siba Food, và nguồn cung nông sản từ T&T Group, giúp khép kín chuỗi giá trị 3F.
- **Rủi ro**: Sự đan xen giữa các công ty liên quan làm dấy lên lo ngại về tính minh bạch tài chính, đặc biệt khi Tân Long Group nổi tiếng kín tiếng trong việc công bố thông tin. BAF phụ thuộc lớn vào Tân Long và T&T về tài chính và thị trường, tiềm ẩn nguy cơ nếu một bên gặp khó khăn.

Nguồn: BC PTBV



**Cơ cấu nhân viên:** BAF có sự phân hóa nhân sự theo trình độ lao động và giới tính. Xét về trình độ, lao động phổ thông chiếm 63,63%, chủ yếu làm việc tại các nhà máy sản xuất thức ăn chăn nuôi, trang trại, nhà máy giết mổ và chế biến thực phẩm. Nhân sự có trình độ từ đại học trở lên chiếm 21,21%, tập trung trong khối hỗ trợ, kỹ sư và chuyên gia tại khu sản xuất. Tỷ lệ nhân viên có trình độ cao đẳng, trung cấp chuyên nghiệp, sơ cấp và công nhân kỹ thuật đều đạt 5,5%.

**Tỉ lệ giới tính:** Tỷ lệ lao động nam là 68%, gấp đôi so với tỷ lệ lao động nữ. Tỷ lệ nữ đảm nhiệm các vị trí quản lý và điều hành cấp cao thấp hơn nam giới, lần lượt chiếm 15,09% và 20,00%. Nguyên nhân chủ yếu xuất phát từ đặc thù của các công việc trong khối sản xuất, bao gồm nhà máy sản xuất cám, trang trại, nhà máy giết mổ và chế biến thực phẩm. Những công việc này thường yêu cầu công tác xa nhà, làm việc trực tiếp tại các dự án đang xây dựng hoặc theo ca đêm. Chính vì vậy, **nam giới chiếm ưu thế hơn** trong các vị trí quản lý và điều hành.



**Chuỗi giá trị của BAF:** BAF nhập NS (cũng là NVL SX TACN) gồm **ngô, đậu tương, lúa mỳ** từ Tân Long, sau đó thông qua nhà máy SX TACN, cụ thể là 2 **NMC ở Tây Ninh và Nghệ An**, để xử lý và chế biến thành thức ăn hỗn hợp (**cám chay**) cho heo. Cám chay sau đó sẽ được vận chuyển đến các hệ thống trang trại của BAF, cùng với nguồn heo giống đầu vào vào chất lượng, sản phẩm đầu ra của trang trại là **heo hơi và heo giống bồ mẹ**. Một phần heo giống bồ mẹ sẽ được bán sỉ cho các **thương lái**, hoặc các **hộ chăn nuôi nhỏ lẻ** để hỗ trợ cho nhu cầu tái đàn. Đối với **heo hơi**, một phần sản phẩm sẽ được bán sỉ cho các **thương lái** và các **chợ đầu mối trong khu vực**, phần còn lại sẽ tiếp tục đưa vào nhà máy chế biến (**nhà máy Chế biến thực phẩm sạch ở Long An**) để giết mổ. Sản phẩm heo sau khi chế biến sẽ được đưa đến các kênh phân phối (**Siba Food, GO! và Tops Market**) và bán cho người tiêu dùng cuối cùng.

STT	Tên Công ty	Địa điểm	Công suất dự kiến
1	Công ty TNHH Sản Xuất Rừng Xanh	Đăk Lăk	28.000 heo nái và 320.000 heo thịt
2	Công ty TNHH Chăn Nuôi Công Nghệ Cao Khuyển Nam Tiến	Đăk Lăk	2.500 heo nái và 30.000 heo thịt
3	Công ty TNHH Tuyết Hoa Đăk Lăk	Đăk Lăk	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 Bồn	Gia Lai	36.000 heo thịt
11	Công ty CP Phát Triển Nông Nghiệp Sạch Thanh Xuân	Thanh Hoá	2.400 heo nái
12	Công ty TNHH Chăn nuôi Minh Phát	Bình Phước	4.500 heo nái
13	Công ty TNHH Chăn nuôi Nhất Quyết	Bình Phước	4.500 heo nái
14	Công ty TNHH Xuân Nghi Phát	Tây Ninh	Chưa có thông tin

- **VietstockFinance. (n.d.). VietstockFinance** – Dữ liệu tài chính và công cụ đầu tư chứng khoán. VietstockFinance. <https://finance.vietstock.vn/>
- **Trang chủ - Công ty Cổ phần Nông nghiệp BAF Việt Nam.** (2024, December 10). Công Ty Cổ Phần Nông Nghiệp BAF Việt Nam. <https://baf.vn/>
- **CFA Institute Research Challenge, CFA Society Toronto, CFA Society Ottawa, & University of Waterloo.** (2023). CFA Institute Research Challenge. In CFA Institute Research Challenge.
- Nguyễn, T. T. T. (2023). **BÁO CÁO ĐỊNH GIÁ LẦN ĐẦU**. In Bùi Đức Duy, Biến Động Giá BAF & VNIndex [Report]. Công ty Cổ phần Nông nghiệp BAF Việt Nam. <https://www.ezadvisorselect.fpts.com.vn>
- Trâm Anh, T. H., Đức, V. M., & CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam. (2024). **Báo cáo Công ty**. In [www.vietcap.com.vn](http://www.vietcap.com.vn).
- **Báo cáo phân tích công ty NÔNG NGHIỆP BAF VIỆT NAM** – CTCP (HSX – BAF). (2025). [Report].
- ABS Research. (2024). **NGÀNH CHĂN NUÔI 2024: VƯỢT QUA THÁCH THỨC**.
- **Team F. (n.d.). Findicator** - Nền tảng nghiên cứu và phân tích cổ phiếu đầu tiên tại Việt Nam. [https://findicator.vn/login?return\\_url=/enterprise/report-analysis](https://findicator.vn/login?return_url=/enterprise/report-analysis)
- **Hệ thống trang trại đã vận hành** - Công ty Cổ phần Nông nghiệp BAF Việt Nam. (2025, February 13). Công Ty Cổ Phần Nông Nghiệp BAF Việt Nam. <https://baf.vn/he-thong-trang-trai-da-van-hanh/>
- **Báo cáo thường niên** - Công ty Cổ phần Nông nghiệp BAF Việt Nam. (2022, June 27). Công Ty Cổ Phần Nông Nghiệp BAF Việt Nam. <https://baf.vn/quan-he-co-dong/bao-cao-thuong-nien/>
- **Báo cáo tài chính** - Công ty Cổ phần Nông nghiệp BAF Việt Nam. (2022, June 27). Công Ty Cổ Phần Nông Nghiệp BAF Việt Nam. <https://baf.vn/quan-he-co-dong/bao-cao-tai-chinh/>
- **Đại Hội Đồng Cổ Đông** - Công ty Cổ phần Nông nghiệp BAF Việt Nam. (2022, June 27). Công Ty Cổ Phần Nông Nghiệp BAF Việt Nam. <https://baf.vn/quan-he-co-dong/dai-hoi-dong-co-dong/>
- **Thông tin Doanh nghiệp** - Công ty Cổ phần Nông nghiệp BAF Việt Nam. (2022, June 27). Công Ty Cổ Phần Nông Nghiệp BAF Việt Nam. <https://baf.vn/quan-he-co-dong/thong-tin-doanh-nghiep/>
- Tân Long Group Digital. (2025, February 19). **NHÓM CỔ PHIẾU NGÀNH CHĂN NUÔI TRIỀN VỌNG TÍCH CỰC TRONG 2025** - Công ty Cổ phần Nông nghiệp BAF Việt Nam. Công Ty Cổ Phần Nông Nghiệp BAF Việt Nam. <https://baf.vn/nhom-co-phieu-nganh-chan-nuoi-trien-vong-tich-cuc-trong-2025/>
- Tân Long Group Digital. (2025b, March 5). **BAF THÀNH LẬP PHÁP NHÂN PHÁT TRIỂN LOẠI HÌNH CHĂN NUÔI HIỆN ĐẠI ĐẦU TIÊN TẠI VIỆT NAM** - Công ty Cổ phần Nông nghiệp BAF Việt Nam. Công Ty Cổ Phần Nông Nghiệp BAF Việt Nam. <https://baf.vn/baf-thanh-lap-phap-nhan-phat-trien-loai-hinh-chan-nuoi-hien-dai-dau-tien-tai-viet-nam/>
- Tân Long Tân Long Group Digital. (2025c, February 27). **BAF VIỆT NAM TIỀN PHONG ƯNG DỤNG NĂNG LƯƠNG MẶT TRỜI TRONG CHĂN NUÔI** - Công ty Cổ phần Nông nghiệp BAF Việt Nam. Công Ty Cổ Phần Nông Nghiệp BAF Việt Nam. <https://baf.vn/baf-viet-nam-tien-phong-ung-dung-nang-luong-mat-troi-trong-chan-nuoi/>
- Group Digital. (2025a, February 12). **BAF tiết lộ đang đàm phán thâu tóm thêm 10 trại, mục tiêu lãi gấp đôi 2024** - Công ty Cổ phần Nông nghiệp BAF Việt Nam. Công Ty Cổ Phần Nông Nghiệp BAF Việt Nam. <https://baf.vn/baf-tiet-lo-dang-dam-phan-thau-tom-them-10-trai-muc-tieu-lai-gap-doi-2024/>
- **Thức ăn chăn nuôi** - Công ty Cổ phần Nông nghiệp BAF Việt Nam. (2024, December 10). Công Ty Cổ Phần Nông Nghiệp BAF Việt Nam. <https://baf.vn/thuc-an-chan-nuoi/>
- **Thịt Heo BAF** - Công ty Cổ phần Nông nghiệp BAF Việt Nam. (2025, March 4). Công Ty Cổ Phần Nông Nghiệp BAF Việt Nam. <https://baf.vn/thit-heo-baf/>
- **Trang trại** - Công ty Cổ phần Nông nghiệp BAF Việt Nam. (2025, February 11). Công Ty Cổ Phần Nông Nghiệp BAF Việt Nam. <https://baf.vn/trang-trai/>