

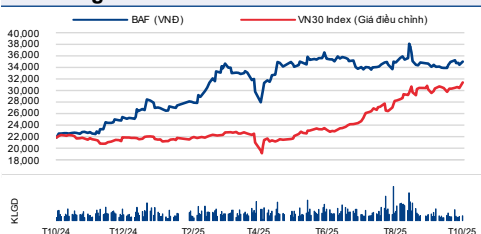
Tăng tỷ trọng

Giá mục tiêu: VNĐ41,400
Tiềm năng tăng/giảm: 18.5%

Giá cổ phiếu (đồng) (7/10/2025)	34,950
Mã Bloomberg	BAF VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	22,200-38,050
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	34,800
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	10,626
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	403
Slg CP lưu hành (tr.đv)	304
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	119
Slg CP NN được mua (tr.đv)	9.97
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	39.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	35.7%
Tỷ lệ freefloat	56.0%
Cổ đông lớn	- (-)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	0.87	2.64	60.0
So với chỉ số	(2.52)	(18.9)	11.9
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	2,150	2,149	0.0
2026F	3,440	2,318	48.4
2027F	4,069	3,654	11.3

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Một công ty chăn nuôi hàng đầu với chuỗi giá trị khép kín TACN-Trang Trại- Thực Phẩm

Chuyên viên phân tích

Trương Hồng Kim

Trưởng phòng
kim.thong@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4850

Trần Hương Mỹ

Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng
my.th@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 362

Doanh nghiệp chăn nuôi heo hàng đầu tại Việt Nam; khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng

- HSC khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng đối với BAF với giá mục tiêu 41.400đ, tương đương tiềm năng tăng giá 19%. Sau quá trình tái cấu trúc để trở thành doanh nghiệp chăn nuôi với chuỗi giá trị tích hợp theo chiều dọc, BAF được hưởng lợi từ quy định trong Luật Chăn nuôi dẫn sự dịch chuyển sang mô hình chăn nuôi heo quy mô lớn.
- Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2027 của Công ty sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt lần lượt 24,5% và 56,5%. Tăng trưởng mạnh về lợi nhuận được hỗ trợ bởi tỷ suất lợi nhuận gộp dự kiến tăng lên mức khoảng 23% trong giai đoạn 2025-2027 (từ 13,3% trong năm 2024), phản ánh việc BAF rút khỏi mảng kinh doanh nông sản có tỷ suất lợi nhuận thấp và mở rộng hoạt động chăn nuôi heo.
- BAF đang giao dịch với EV/EBITDA dự phóng 12 tháng tới là 4,3 lần, thấp hơn 1,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 6,1 lần. Cổ phiếu cũng đang có EV/EBITDA năm 2025 thấp hơn 31% so với trung vị các doanh nghiệp cùng ngành ở mức 9,8 lần.

Sự kiện: Từ kinh doanh nông sản đến doanh nghiệp chăn nuôi heo hàng đầu

BAF đã nhanh chóng chuyển mình từ một doanh nghiệp kinh doanh nông sản có tỷ suất lợi nhuận thấp trở thành một trong những doanh nghiệp chăn nuôi heo tăng trưởng nhanh nhất Việt Nam, vận hành theo mô hình tích hợp khép kín hoàn chỉnh 3F “feed-farm-food” (thức ăn – trang trại – thực phẩm). Trong vòng 5 năm, đàn heo nái của công ty tăng từ 4.000 lên 70.000 con, chiếm 3% tổng đàn heo nái cả nước, đưa BAF vào top 5 doanh nghiệp chăn nuôi heo lớn nhất Việt Nam. Trong nửa đầu năm 2025, BAF vận hành 56 trang trại, hai nhà máy thức ăn chăn nuôi và các cơ sở giết mổ, chế biến thịt, qua đó đảm bảo khả năng kiểm soát chặt chẽ chuỗi cung ứng. Công ty cũng tận dụng hạ tầng hiện đại và quy trình an toàn sinh học để nâng cao hiệu quả hoạt động. Với các khoản đầu tư đang được triển khai tại các khu vực trọng điểm, BAF đang đi đúng hướng để đạt mục tiêu: đến năm 2030 cung cấp 10 triệu heo thương phẩm mỗi năm, củng cố vững chắc vị thế doanh nghiệp dẫn đầu trong ngành chăn nuôi heo tại Việt Nam.

Triển vọng lợi nhuận vững chắc và các chỉ số tài chính cải thiện

Tăng trưởng doanh thu của BAF đến năm 2027 dự kiến được thúc đẩy nhờ mở rộng quy mô đàn heo và nâng cao hiệu quả hoạt động; theo dự báo của HSC, doanh thu thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 24,5%. Đồng thời, nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp được dự báo cải thiện mạnh lên mức khoảng 23% trong giai đoạn 2025-2027, từ 13,3% trong năm 2024, dù chỉ phí tài chính tăng do mở rộng trang trại, lợi nhuận thuần của BAF vẫn được kỳ vọng tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 56,5%.

Tình hình tài chính của BAF nhìn chung ổn định và đang cải thiện. Doanh nghiệp đã nâng cao đáng kể hiệu quả sinh lời với tỷ suất lợi nhuận gộp tăng từ mức 2% năm 2020 lên 13% năm 2024, và tỷ suất EBITDA tăng lên mức 16,5%, dù vẫn thấp hơn mức bình quân của ngành. Về cơ cấu tài chính, vốn CSH của BAF đã tăng trưởng với tốc độ CAGR 48% từ năm 2017 đến nay nhờ các đợt tăng vốn, trong khi tỷ lệ tài sản/vốn CSH cải thiện từ mức 9,3 lần xuống 2,5 lần; tuy nhiên, tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH ở mức 0,8 lần vẫn cho thấy áp lực chi phí lãi vay đáng kể.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 3% trong 3 tháng qua nhưng vẫn kém hơn VN Index, BAF đang giao dịch ở mức EV/EBITDA dự phóng 12 tháng tới là 4,3 lần, thấp hơn 1,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. Cổ phiếu cũng đang có EV/EBITDA năm 2025 là 6,8 lần, thấp hơn 31% so với trung vị của các doanh nghiệp cùng ngành. HSC khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 41.400đ, tương đương tiềm năng tăng giá 19% so với thị giá hiện tại; theo đó EV/EBITDA năm 2025 và 2026 lần lượt là 8 lần và 5,4 lần. HSC cho rằng BAF xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 9/10.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	247	775	1,321	1,918	2,342
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	26.9	323	654	1,046	1,237
EPS ĐC (đồng)	187	1,350	2,150	3,440	4,069
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	13,223	12,264	14,195	17,728	21,907
EV/EBITDA ĐC (lần)	27.5	13.3	9.89	7.99	7.46
P/E ĐC (lần)	187	25.9	16.3	10.2	8.59
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	2.64	2.85	2.46	1.97	1.60
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(97.6)	620	59.3	60.0	18.3
ROAE (%)	1.48	13.4	18.0	21.6	20.5

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mục lục

Kết luận đầu tư: Doanh nghiệp chăn nuôi heo hàng đầu đang bị định giá thấp	3
Quá trình chuyển đổi thành công, nhưng vẫn còn nhiều tiềm năng phía trước	3
Thuận lợi từ thị trường và chính sách	3
Triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ nhờ mở rộng đàn heo quy mô lớn	3
Cải thiện hiệu quả tài chính và củng cố cơ cấu vốn	4
Khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng và giá mục tiêu 41.400đ	4
Tổng quan doanh nghiệp	5
Lịch sử hình thành và phát triển	5
Mô hình kinh doanh	5
Cơ cấu cổ đông và mối liên kết trong hệ sinh thái doanh nghiệp	7
Đánh giá chi tiết hơn về hoạt động của BAF và ngành chăn nuôi heo	8
Tổng quan thị trường chăn nuôi Việt Nam	8
Đánh giá chi tiết HĐKD của BAF	10
Dự báo lợi nhuận	15
Các yếu tố chính ảnh hưởng đến triển vọng lợi nhuận của BAF	15
Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027	15
Định giá và khuyến nghị	19
Phương pháp định giá	19
Bối cảnh định giá	19
Rủi ro đối với dự báo và quan điểm đầu tư của HSC	21

Kết luận đầu tư: Doanh nghiệp chăn nuôi heo hàng đầu đang bị định giá thấp

HSC khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng đối với BAF với giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 41.400đ, tương đương tiềm năng tăng giá 19%. BAF đã chuyển đổi từ doanh nghiệp kinh doanh nông sản thành công ty chăn nuôi có chuỗi giá trị tích hợp theo chiều dọc và vận hành theo mô hình “thức ăn – trang trại – thực phẩm” (3F). Với định hướng chiến lược tập trung vào mảng chăn nuôi heo, BAF có vị thế tốt để tận dụng quá trình hợp nhất ngành do các quy định mới có hiệu lực của Luật Chăn nuôi - đang có xu hướng ưu tiên các công ty quy mô lớn, tuân thủ cao. Hạ tầng hiện đại, quy mô đàn heo mở rộng mạnh mẽ và các chỉ số tài chính ngày càng cải thiện là nền tảng vững chắc cho câu chuyện tăng trưởng dài hạn đầy tiềm năng của BAF.

Quá trình chuyển đổi thành công, nhưng vẫn còn nhiều tiềm năng phía trước

BAF đã nhanh chóng chuyển mình từ doanh nghiệp kinh doanh nông sản có tỷ suất lợi nhuận thấp thành một trong những công ty chăn nuôi heo tăng trưởng nhanh nhất Việt Nam, vận hành theo mô hình tích hợp khép kín “thức ăn - trang trại - thực phẩm” (3F). Chỉ trong vòng 5 năm, Công ty đã mở rộng đàn nái từ 4.000 lên 70.000 con, tương đương 3% tổng đàn nái cả nước và 6,5% tổng đàn nái của khối doanh nghiệp, qua đó lọt vào top 5 nhà sản xuất lớn nhất Việt Nam tính theo quy mô đàn nái. Tính đến 6 tháng đầu năm 2025, BAF vận hành 56 trang trại, hai nhà máy thức ăn chăn nuôi với công suất 460.000 tấn/năm, hai cơ sở giết mổ và một nhà máy chế biến thịt, qua đó thiết lập khả năng kiểm soát chuỗi cung ứng chặt chẽ và toàn diện.

Là doanh nghiệp gia nhập thị trường muộn, Công ty có lợi thế trong việc xây dựng cơ sở vật chất hiện đại và công nghệ an toàn sinh học tiên tiến, giúp nâng cao hiệu quả hoạt động và giảm rủi ro dịch bệnh. Qua việc mở rộng cơ sở sản xuất và các dự án đầu tư mới - bao gồm trang trại Gia Hân tại Quảng Trị, trang trại heo cao tầng tại Tây Ninh, nhà máy thức ăn chăn nuôi tại Bình Định và nhà máy chế biến tại Bình Phước - BAF đang đi đúng hướng để đạt mục tiêu đầy tham vọng: đến năm 2023, cung cấp 10 triệu heo thương phẩm mỗi năm, qua đó củng cố vị thế là doanh nghiệp dẫn đầu trong quá trình hợp nhất ngành chăn nuôi heo tại Việt Nam.

Thuận lợi từ thị trường và chính sách

Thị trường thịt heo Việt Nam vẫn mang tính hấp dẫn về cơ cấu dài hạn, với mức tiêu thụ dự kiến tăng từ 4 triệu tấn năm 2025 lên 4,7 triệu tấn vào năm 2030 (tương ứng tăng trưởng với tốc độ CAGR 3,3%). Ngành chăn nuôi đang bước vào giai đoạn tập trung hóa, khi các trang trại quy mô lớn hiện chiếm 60-65% sản lượng, so với chỉ 11% năm 2016 - xu hướng này được dự báo sẽ tăng tốc nhờ Luật Chăn nuôi (có hiệu lực từ tháng 1/2025) quy định tiêu chuẩn nghiêm ngặt hơn về môi trường, an toàn sinh học và quy hoạch vùng chăn nuôi.

Những thay đổi về quy định này, kết hợp với nhu cầu tiêu dùng ổn định, đang tạo môi trường thuận lợi cho các doanh nghiệp có tiềm lực tài chính mạnh và tuân thủ cao. Là một trong số ít các doanh nghiệp vận hành quy mô lớn sở hữu hạ tầng hiện đại và công nghệ an toàn sinh học tiên tiến, BAF có vị thế tốt để mở rộng thị phần đáng kể, hưởng lợi đồng thời từ tăng trưởng nhu cầu và tái cấu trúc nguồn cung theo hướng tuân thủ quy định.

Triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ nhờ mở rộng đàn heo quy mô lớn

Triển vọng lợi nhuận của BAF được củng cố nhờ chiến lược mở rộng đàn heo mạnh mẽ và nâng cao hiệu quả vận hành, với doanh thu thuần và lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2027 dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt lần lượt 24,5% và 56,5%. Tỷ suất lợi nhuận gộp dự báo tăng mạnh lên mức khoảng 23% trong giai đoạn 2025–2027 (từ 13,3% trong năm 2024), phản ánh việc BAF rút khỏi mảng kinh doanh nông sản có tỷ suất lợi nhuận thấp và tập trung mở rộng mảng chăn nuôi heo quy mô lớn.

Trong năm nay, doanh thu thuần dự báo đạt 5.680 tỷ đồng (tăng trưởng 2,3%) và lợi nhuận thuần đạt 654 tỷ đồng (tăng trưởng mạnh 103%). Tính chung nửa đầu năm

2025, BAF đã ghi nhận 343 tỷ đồng lợi nhuận thuần (tăng mạnh 122,5% so với cùng kỳ) trên doanh thu thuần 2.510 tỷ đồng (giảm 3,9% so với cùng kỳ); theo đó, lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2025 dự báo đạt 311 tỷ đồng (tăng mạnh 90,7% so với cùng kỳ) trên doanh thu thuần 3.169 tỷ đồng (tăng 4,7% so với cùng kỳ).

Lưu ý, KQKD của BAF vẫn nhạy cảm với biến động giá thức ăn và giá heo thành phẩm (chi phí thức ăn chiếm 55–60% giá vốn hàng bán) cũng như với rủi ro dịch bệnh; tuy nhiên, các biện pháp an toàn sinh học tiên tiến của Công ty được kỳ vọng sẽ giúp giảm thiểu rủi ro dịch bệnh. Với việc mở rộng đàn nái và phát triển mảng chế biến, BAF đang có vị thế tốt để khai thác tăng trưởng ở cả hai đầu thượng nguồn và hạ nguồn của chuỗi giá trị, từ chăn nuôi đến chế biến, hướng tới mục tiêu cung cấp 10 triệu heo thành phẩm vào năm 2030.

Cải thiện hiệu quả tài chính và củng cố cơ cấu vốn

BAF đã đạt được những cải thiện đáng kể về khả năng sinh lời, với tỷ suất lợi nhuận gộp tăng lên mức 13% trong năm 2024 (từ 2% năm 2020). Tỷ suất EBITDA cũng tăng mạnh từ mức 1,6% lên 16,5%, dù vẫn thấp hơn mức bình quân ngành (26,8%) do vẫn đang trong giai đoạn đầu tư mở rộng. Về bảng CĐKT, vốn CSH của Công ty tăng trưởng với tốc độ CAGR 48,3% trong giai đoạn 2017–2025, được hỗ trợ bởi các đợt phát hành quyền mua và chào bán riêng lẻ. Đòn bẩy tài chính cải thiện đáng kể, khi tỷ lệ tài sản/vốn CSH giảm từ 9,3 lần năm 2020 xuống 2,5 lần năm 2024. Tuy nhiên, tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH ở mức 0,8 lần vẫn cho thấy áp lực chi phí lãi vay còn đáng kể.

Các chỉ số hiệu quả hoạt động của BAF biến động mạnh: ROE đạt đỉnh 32% năm 2021 rồi giảm và phục hồi một phần vào năm 2024, trong khi ROA liên tục thấp hơn bình quân của ngành, phản ánh tác động do quá trình mở rộng quy mô. Nhìn chung, BAF đang thể hiện xu hướng cải thiện rõ rệt về khả năng sinh lời và giảm đòn bẩy tài chính, dù mức độ bền vững của lợi nhuận trong tương lai sẽ còn phụ thuộc vào chu kỳ hàng hóa, sức khỏe đàn heo và khả năng thực thi chiến lược mở rộng.

Khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng và giá mục tiêu 41.400đ

Giá cổ phiếu BAF đã tăng 62% trong một năm qua, được thúc đẩy bởi chiến lược mở rộng quy mô mạnh mẽ và triển vọng tăng trưởng khả quan trong năm 2025, dù diễn biến giá tương đối đi ngang trong 1–3 tháng gần đây. Dù vậy, cổ phiếu hiện đang giao dịch ở mức EV/EBITDA dự phóng 12 tháng tới là 4,3 lần, thấp hơn 1,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 6,1 lần; cổ phiếu cũng đang có EV/EBITDA năm 2025 là 6,8 lần, thấp hơn đáng kể so với trung vị nhóm các doanh nghiệp cùng ngành trong nước và khu vực. Lưu ý, HSC sử dụng chỉ số EV/EBITDA làm thước đo định giá chính cho BAF vì cho rằng chỉ số này phản ánh rõ hơn hiệu quả HĐKD cốt lõi và giúp so sánh hợp lý hơn với các doanh nghiệp cùng ngành đã phát triển ổn định, trong bối cảnh BAF vẫn đang ở giai đoạn mở rộng mạnh, có mức khấu hao và đòn bẩy cao.

Việc hệ số EV/EBITDA của BAF liên tục thu hẹp kể từ năm 2020 phản ánh tốc độ tăng trưởng lợi nhuận vượt trội cùng các đợt tăng vốn liên tiếp, giúp vốn CSH tăng mạnh từ 100 tỷ đồng (giai đoạn 2017–2019) lên 3.715 tỷ đồng vào năm 2025, trong khi tỷ lệ tài sản/vốn CSH giảm từ 9,3 lần năm 2020 xuống 2,5 lần năm 2024. Cùng giai đoạn đó, tỷ suất EBITDA tăng mạnh từ mức 1,6% lên 16,5% nhờ BAF rút khỏi mảng kinh doanh nông sản có tỷ suất lợi nhuận thấp và mở rộng hoạt động chăn nuôi heo hiện đại, qua đó thúc đẩy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 56,5% trong giai đoạn 2024–2027. Với EBITDA tăng trưởng nhanh hơn đáng kể so với giá trị doanh nghiệp, hệ số định giá EV/EBITDA của BAF thu hẹp dù các yếu tố cơ bản liên tục cải thiện, cho thấy cổ phiếu đang bị định giá thấp so với đà tăng trưởng lợi nhuận hiện tại.

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam (thành lập năm 2017) đã chuyển đổi từ hoạt động kinh doanh nông sản sang mô hình tích hợp khép kín 3F (Feed – Farm – Food), tập trung vào chăn nuôi heo và phân phối thịt heo thương hiệu. Sau khi niêm yết năm 2021, BAF đã mở rộng thông qua tiến hành M&A các trang trại, đầu tư vào nhà máy thức ăn chăn nuôi và chế biến thịt nhằm củng cố chuỗi hoạt động tích hợp. Tính đến tháng 8/2025, công ty vận hành 56 trang trại, hai nhà máy thức ăn chăn nuôi với công suất 460.000 tấn/năm, cùng một nhà máy chế biến thịt tại Tây Ninh; đồng thời có các dự án nhà máy thức ăn chăn nuôi và chế biến thực phẩm mới tại Bình Định và Bình Phước. Sau khi rút hoàn toàn khỏi mảng kinh doanh nông sản, BAF hiện tập trung hoàn toàn vào mảng chăn nuôi heo. Hiện tại, 40% cổ phần của BAF đang do CTCP Siba Holdings (công ty do ông Trương Sỹ Bá sở hữu 98,5% cổ phần) nắm giữ và BAF có tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng là 56%.

Lịch sử hình thành và phát triển

CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam (BAF) được thành lập năm 2017 với vốn điều lệ ban đầu 100 tỷ đồng. Hoạt động kinh doanh chính ban đầu của Công ty tập trung vào mảng kinh doanh nông sản, sau đó mở rộng sang chăn nuôi heo, với 10 trang trại heo nái và heo thịt đầu tiên đi vào hoạt động vào năm 2018.

Kể từ năm 2021, BAF theo đuổi chiến lược tăng trưởng thông qua M&A các trang trại, mở rộng quy mô chăn nuôi, đầu tư xây dựng nhà máy thức ăn chăn nuôi, đồng thời chuyển trọng tâm kinh doanh từ kinh doanh nông sản sang chăn nuôi heo.

BAF hoàn tất IPO và niêm yết cổ phiếu trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) vào năm 2021.

Mô hình kinh doanh

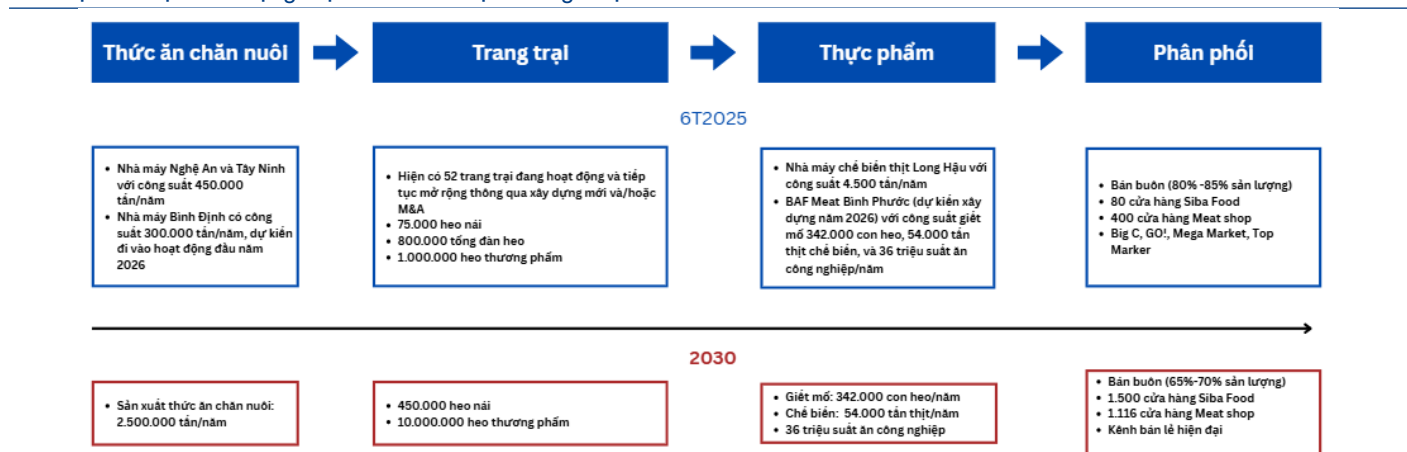
Hiện tại, BAF vận hành chuỗi giá trị tích hợp hoàn chỉnh 3F, bao gồm sản xuất thức ăn chăn nuôi (Feed), chăn nuôi heo theo mô hình trang trại hiện đại (Farm) và chế biến thực phẩm (Food), qua đó đảm bảo kiểm soát toàn diện và tính đồng nhất trong toàn chuỗi cung ứng.

Tính đến tháng 8/2025, BAF vận hành 56 trang trại chăn nuôi trên toàn quốc và tiếp tục mở rộng mạng lưới trang trại thông qua các dự án xây mới, trong đó đáng chú ý có trang trại Gia Hân tại Quảng Trị và trang trại heo cao tầng tại Tây Ninh. Công ty cũng đang vận hành hai nhà máy thức ăn chăn nuôi tại Nghệ An và Tây Ninh, với tổng công suất thiết kế 460.000 tấn/năm. Ngoài ra, BAF đã khởi công nhà máy thức ăn thứ ba tại Bình Định với công suất thiết kế 300.000 tấn/năm, dự kiến đi vào hoạt động đầu năm 2026.

Ngoài ra, BAF còn sở hữu một nhà máy chế biến thịt tại tỉnh Tây Ninh (trước đây thuộc tỉnh Long An trước khi sáp nhập hành chính) với công suất 4.500 tấn/năm. Công ty cũng đang lên kế hoạch xây dựng nhà máy chế biến thứ hai tại Bình Phước, được thiết kế với công suất giết mổ heo 342.000 con/năm, sản xuất 54.000 tấn thịt chế biến và 36 triệu suất ăn công nghiệp mỗi năm.

Biểu đồ 1: Chuỗi giá trị của BAF năm nửa đầu 2025 và mục tiêu đến năm 2030

BAF đặt kế hoạch mở rộng mạnh mẽ toàn bộ chuỗi giá trị



Nguồn: BAF, HSC

Trong thời gian tới, chiến lược của BAF là tập trung vào sản xuất các sản phẩm thịt chế biến có giá trị gia tăng cao như chả giò, xúc xích, đồng thời tăng cường nhận diện thương hiệu trên toàn bộ danh mục sản phẩm. Với tỷ lệ sở hữu chi phối 98–100% tại các công ty con, BAF duy trì quyền kiểm soát vận hành chặt chẽ, giúp khai thác tối đa hiệu quả cộng hưởng trong toàn chuỗi giá trị tích hợp 3F.

Ở khâu phân phối, khoảng 10–15% sản lượng thịt heo giết mổ mang thương hiệu BAF được phân phối rộng rãi thông qua 80 cửa hàng Siba Food (công ty phân phối thịt và thực phẩm thuộc hệ sinh thái Tập đoàn Tân Long, với ông Trương Sỹ Bá làm Chủ tịch HĐQT tại cả 3 doanh nghiệp), 400 cửa hàng bán thịt trên toàn quốc, cùng các chuỗi siêu thị lớn như Mega Market, Big C, Go! và Top Market.

Cơ cấu doanh thu: Từ năm 2025, hơn 90% doanh thu đến từ mảng chăn nuôi

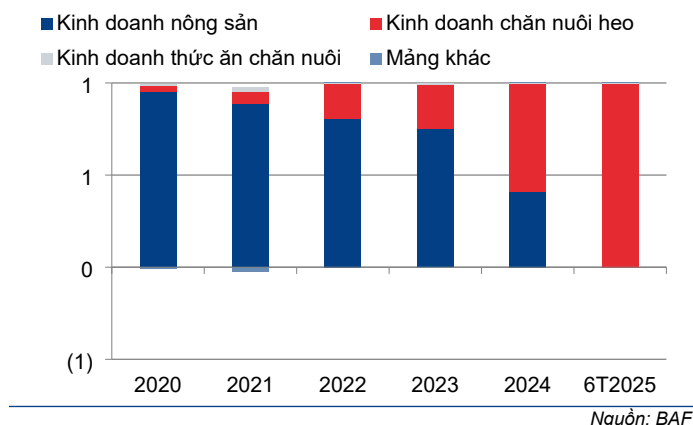
Ban đầu, BAF hoạt động trong ba mảng kinh doanh chính gồm kinh doanh nông sản, chăn nuôi và sản xuất thực ăn chăn nuôi. Trong giai đoạn 2019–2021, mảng kinh doanh nông sản đóng góp hơn 90% tổng doanh thu nhưng tỷ suất lợi nhuận gộp duy trì dưới mức 3%, phản ánh hiệu quả sinh lời thấp. Ngược lại, mảng chăn nuôi, dù chỉ đóng góp chưa đầy 10% doanh thu nhưng mang lại hiệu quả sinh lời cao hơn nhiều với tỷ suất lợi nhuận bình quân khoảng 20%.

Kể từ năm 2022, BAF đã chuyển hướng chiến lược sang tập trung vào mảng chăn nuôi, đồng thời thoái vốn hoàn toàn khỏi mảng kinh doanh nông sản, tái định vị mô hình kinh doanh để tập trung vào chăn nuôi heo, trong khi mảng thức ăn chăn nuôi chủ yếu phục vụ nội bộ.

Trong nửa đầu năm 2025, doanh thu của BAF hoàn toàn đến từ mảng chăn nuôi, giúp tỷ suất lợi nhuận gộp tăng lên mức 25,2%. Hiện nay, chăn nuôi heo đã trở thành động lực tăng trưởng cốt lõi của Công ty, đóng góp chính cho cả doanh thu và tỷ suất lợi nhuận.

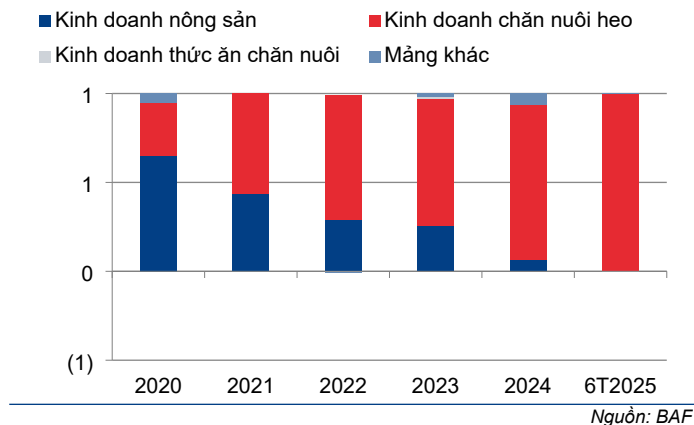
Biểu đồ 2: Đóng góp vào doanh thu, BAF

BAF đã rút khỏi mảng kinh doanh nông sản và hiện hơn 90% doanh thu đến từ chăn nuôi heo



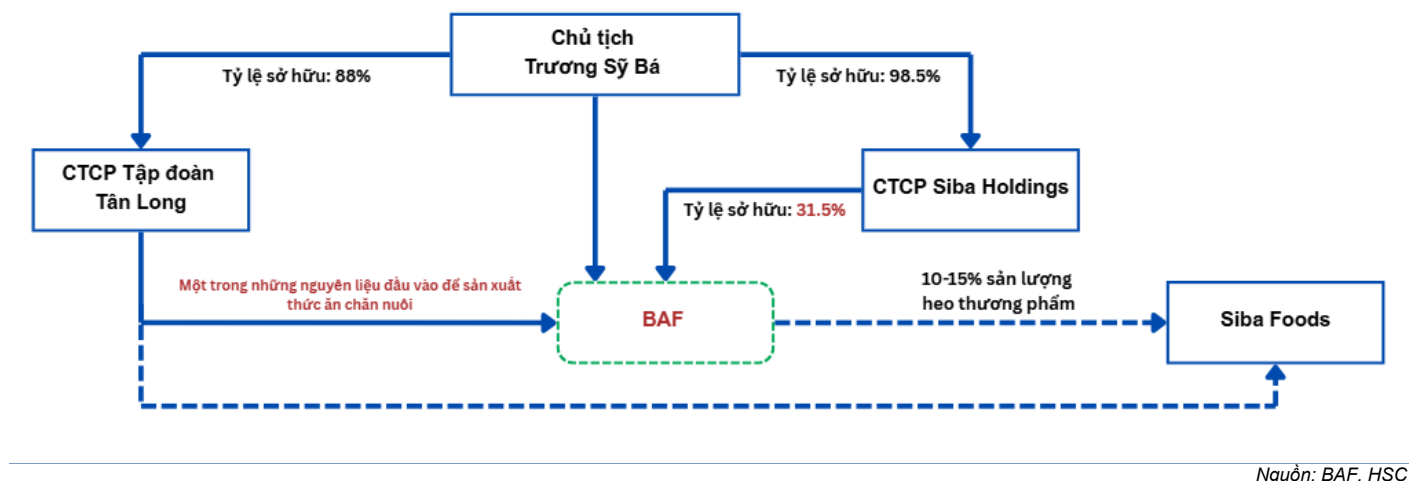
Biểu đồ 3: Đóng góp vào lợi nhuận gộp, BAF

Mảng chăn nuôi heo hiện là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận



Biểu đồ 4: Các cổ đông lớn, BAF

Chủ tịch Trương Sỹ Bá duy trì quyền kiểm soát đối với BAF thông qua công ty Siba Holdings, đồng thời định hướng doanh nghiệp gắn kết trong hệ sinh thái của CTCP Tập đoàn Tân Long



Cơ cấu cổ đông và mối liên kết trong hệ sinh thái doanh nghiệp

Tại thời điểm năm 2025, Siba Holdings là cổ đông lớn nhất của BAF, nắm giữ 31,5% cổ phần và do ông Trương Sỹ Bá kiểm soát 98,5%. Ngoài ra, bà Bùi Hương Giang, Tổng Giám đốc của BAF, sở hữu trực tiếp 3,34% cổ phần. Nhờ vậy, tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng của BAF ở mức cao, khoảng 56%.

Thông qua cấu trúc sở hữu này, ông Trương Sỹ Bá có ảnh hưởng đáng kể đến hoạt động của BAF, đồng thời liên kết công ty chặt chẽ với hệ sinh thái Tập đoàn Tân Long (tập đoàn nông nghiệp do ông sở hữu 88%, chuyên cung cấp nguyên liệu đầu vào cho sản xuất thức ăn chăn nuôi) cùng với Siba Foods, đơn vị bán lẻ thực phẩm ở khâu hạ nguồn trong hệ sinh thái Tân Long. Lưu ý, Tập đoàn Tân Long hiện cung cấp nguyên liệu đầu vào cho sản xuất thức ăn chăn nuôi của BAF, trong khi BAF bán khoảng 10–15% sản lượng heo thương phẩm cho Siba Foods.

Đánh giá chi tiết hơn về hoạt động của BAF và ngành chăn nuôi heo

BAF đang nổi lên như một trong những doanh nghiệp hưởng lợi lớn nhất từ quá trình hợp nhất ngành chăn nuôi heo tại Việt Nam, được thúc đẩy bởi các thay đổi chính sách theo hướng ưu tiên các nhà vận hành quy mô lớn và tuân thủ quy định. Là doanh nghiệp gia nhập thị trường muộn, BAF đã nhanh chóng mở rộng quy mô đàn heo, vươn lên top 5 doanh nghiệp có đàn nái lớn nhất, nhờ hạ tầng hiện đại và mô hình chăn nuôi tập trung chuyên biệt. Sản lượng heo thương phẩm của Công ty tăng trưởng với tốc độ CAGR 5 năm đạt 56%, qua đó giúp tỷ suất lợi nhuận gộp tăng từ 2% lên 13% và tỷ suất EBIT tăng từ mức 1,5% lên 14,1%, dù tỷ suất EBITDA (16,5%) vẫn thấp hơn bình quân các doanh nghiệp trong ngành. BAF đặt mục tiêu đạt sản lượng heo thương phẩm đạt 10 triệu con vào năm 2030. Với mô hình tổ chức tinh gọn, tập trung cao độ vào mảng chăn nuôi heo cùng đà tăng trưởng mạnh mẽ, BAF có vị thế tốt để tiếp tục mở rộng thị phần và nâng cao hiệu quả sinh lời trong những năm tới.

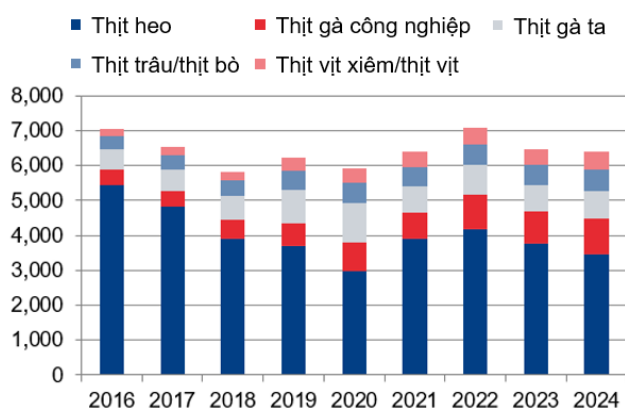
Tổng quan thị trường chăn nuôi Việt Nam

Tiêu thụ thịt heo ổn định ở mức 45–50 triệu con mỗi năm

Tiêu thụ thịt heo tại Việt Nam duy trì ổn định ở mức khoảng 45–50 triệu con/năm, tương đương khoảng 4 triệu tấn thịt hơi quy đổi. Thịt heo hiện là nguồn đạm chủ yếu trong khẩu phần của người Việt, chiếm hơn 50% tổng tiêu thụ thịt, vượt xa so với thịt gà (25–28%), thịt bò (khoảng 10%) và các loại gia cầm khác (8%). Tổng tiêu thụ thịt heo được dự báo đạt 4,7 triệu tấn vào năm 2030, tương đương tăng trưởng với tốc độ CAGR 5 năm đạt 3,3%.

Biểu đồ 5: Sản lượng tiêu thụ thịt heo theo loại (tấn), VN

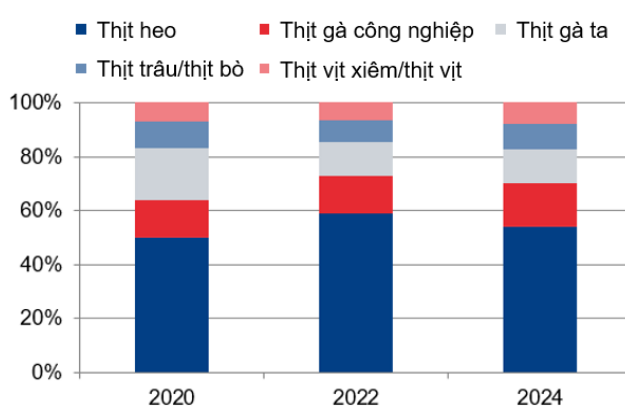
Thịt heo là nguồn cung cấp protein chủ yếu tại Việt Nam



Nguồn: Agromonitor

Biểu đồ 6: Tỷ trọng tiêu thụ các loại thịt (%) tại Việt Nam

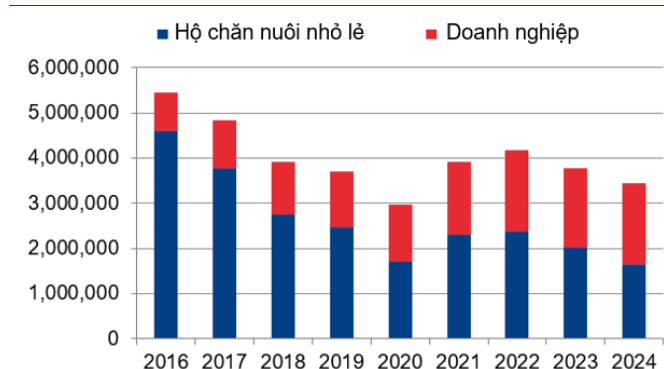
Thịt heo chiếm hơn 50% tổng lượng thịt tiêu thụ tại Việt Nam



Nguồn: Agromonitor

Biểu đồ 7: Sản lượng thịt heo (tấn), Việt Nam

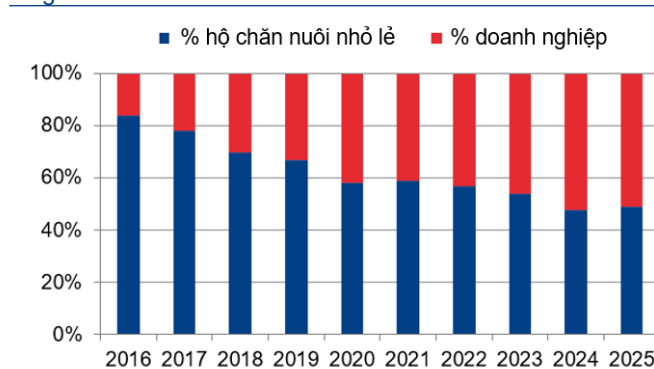
Sản lượng thịt heo duy trì trong khoảng 3,8-4 triệu tấn thịt mỗi năm



Nguồn: GSO, Agromonitor, HSC

Biểu đồ 8: Sản lượng thịt heo theo loại hình chăn nuôi, VN

Ngành chăn nuôi heo đang dần tập trung hơn, khi tỷ trọng hộ chăn nuôi nhỏ lẻ giảm và tỷ trọng các doanh nghiệp ngày càng tăng



Nguồn: GSO, Agromonitor, HSC

Quá trình hợp nhất ngành chăn nuôi heo tăng tốc dưới tác động của thay đổi chính sách

Trước đây, nguồn cung thịt heo tại Việt Nam chủ yếu đến từ các hộ chăn nuôi nhỏ lẻ, chiếm gần 90% tổng sản lượng toàn quốc vào năm 2016. Tuy nhiên, trong thập kỷ qua, tỷ trọng của nhóm hộ chăn nuôi cá thể đã suy giảm đều đặn do dịch bệnh tái diễn, hạn chế về năng lực tài chính và tái cấu trúc quy hoạch sử dụng đất, buộc nhiều hộ phải thu hẹp quy mô hoặc rút khỏi ngành. Ngược lại, các doanh nghiệp chăn nuôi quy mô lớn - với nguồn vốn mạnh hơn và khả năng tiếp cận tín dụng tốt hơn - đã đầu tư vào cơ sở vật chất hiện đại, các biện pháp an toàn sinh học tiên tiến và chương trình tiêm phòng dịch bệnh toàn diện, qua đó gia tăng nhanh thị phần.

Nhờ đó, tỷ trọng nguồn cung thịt heo từ các trang trại của doanh nghiệp đã tăng mạnh từ 10% năm 2016 lên gần 42% năm 2020, và đạt khoảng 50% vào cuối năm 2024.

Xu hướng hợp nhất ngành chăn nuôi heo được dự báo sẽ tăng tốc mạnh hơn nữa sau khi Luật Chăn nuôi 2018 (số 32/2018/QH14) được thực thi toàn diện từ ngày 1/1/2025. Luật này cấm hoạt động chăn nuôi tại các khu vực không nằm trong quy hoạch chăn nuôi, như khu đô thị và khu dân cư đông đúc, buộc hàng nghìn hộ chăn nuôi nhỏ lẻ phải ngừng hoạt động, di dời hoặc chuyển sang ngành nghề khác. Trong khi đó, các doanh nghiệp chăn nuôi quy mô lớn - với nguồn vốn mạnh, quỹ đất sẵn có, công nghệ hiện đại và hệ thống phân phối hiệu quả - sẽ nắm bắt cơ hội mở rộng thị phần và gia tăng quyền kiểm soát trong ngành thịt heo Việt Nam.

Sự bùng phát dịch bệnh trở lại từ cuối năm 2024 đã khiến nhiều hộ chăn nuôi nhỏ lẻ càng thêm bất lợi và ngừng hoạt động.

Bảng 9: Một số quy định chính từ Luật Chăn nuôi có hiệu lực từ ngày 1/1/2025 tại Việt Nam

Các quy định mới khiến hoạt động chăn nuôi hộ gia đình và quy mô nhỏ trở nên phức tạp và tốn kém hơn, từ đó làm tăng chi phí và gián tiếp tạo lợi thế cho các mô hình chăn nuôi quy mô lớn

Nhóm đối tượng	Quy mô chăn nuôi	Vị trí & khu vực hạn chế	Xử lý chất thải	Khai báo & lưu hồ sơ	An toàn sinh học và phòng bệnh
Chăn nuôi nông hộ	< 10 đơn vị vật nuôi	Cấm tại các “khu vực không được phép chăn nuôi” (đô thị, thị trấn, khu dân cư) theo quyết định của UBND tỉnh; người vi phạm phải ngừng hoặc di dời trước 1/1/2025. Phải đảm bảo khoảng cách an toàn theo hướng dẫn của Bộ NN&PTNT. Như trên; đồng thời phải đảm bảo cách khu dân cư tối thiểu 100m; cách khu xử lý rác thải tối thiểu 400m; cách trường học, bệnh viện, chợ, nguồn nước tối thiểu 500m; ≥ cách đường giao thông tối thiểu 150m; cách trang trại khác tối thiểu 50m.	Phải thu gom và xử lý phân, nước thải và xác động vật theo quy định về môi trường và thú y; nước thải phải đạt QCVN 62:2025/BTNMT.	Phải khai báo hoạt động chăn nuôi với UBND xã; ghi chép ít nhất các thông tin về giống, thức ăn, thuốc thú y/vắc xin; lưu giữ hồ sơ tối thiểu 1 năm sau khi kết thúc chu kỳ chăn nuôi.	Thực hiện các biện pháp an toàn sinh học, tiêu độc khử trùng định kỳ, tiêm phòng, tuân thủ quy định thú y hiện hành.
Trang trại quy mô nhỏ	10 - < 30 đơn vị vật nuôi	Như trang trại nhỏ; đồng thời phải đáp ứng mật độ chăn nuôi, điều kiện nước, môi trường, chuồng trại theo quy định của tỉnh.	Như trên; phải xây dựng hệ thống thu gom – xử lý chất thải phù hợp với quy mô.	Khai báo theo Điều 54; ghi chép & lưu trữ tối thiểu 1 năm. Cơ quan chuyên môn có thể kiểm tra định kỳ điều kiện cơ sở.	Thực hiện kế hoạch vệ sinh, khử trùng, phòng bệnh, tuân thủ quy định thú y.
Trang trại quy mô vừa	30 - < 300 đơn vị vật nuôi	Như trang trại nhỏ; đồng thời phải đáp ứng mật độ chăn nuôi, điều kiện nước, môi trường, chuồng trại theo quy định của tỉnh.	Như trên.	Khai báo, ghi chép & lưu trữ tối thiểu 1 năm; Sở NN&PTNT kiểm tra định kỳ.	Bắt buộc thực hiện an toàn sinh học và quy trình thú y.
Trang trại quy mô lớn	≥ 300 đơn vị vật nuôi	Như trên; phải đảm bảo khoảng cách an toàn theo hướng dẫn, địa điểm phù hợp quy hoạch và mật độ chăn nuôi của tỉnh.	Phải có hệ thống xử lý chất thải đạt chuẩn QCVN 62:2025/BTNMT; quản lý chất thải theo Điều 59–60 của Luật Chăn nuôi.	Lưu hồ sơ đầy đủ (giống, thức ăn, thuốc/vắc xin, dịch bệnh, xử lý chất thải) tối thiểu 1 năm; đăng ký Giấy chứng nhận đủ điều kiện chăn nuôi theo Nghị định 13/2020 (đối với trang trại quy mô lớn).	Thực hiện hệ thống an toàn sinh học nghiêm ngặt, quy trình thú y và giám sát dịch bệnh theo Luật Thú y/Luật Chăn nuôi.

Nguồn: Luật Chăn nuôi, HSC

Doanh nghiệp chăn nuôi heo hiện chiếm lĩnh ngành chăn nuôi Việt Nam

Trong nửa đầu năm 2025, các doanh nghiệp chăn nuôi quy mô lớn đã chiếm lĩnh thị trường, đóng góp 60-65% tổng nguồn cung thịt heo cả nước. Tổng cộng, các công ty chăn nuôi tại Việt Nam hiện sở hữu khoảng 1.000.000-1.100.000 con heo nái, tương đương 50-55% tổng đàn nái của cả nước, tăng mạnh so với 11% năm 2016 và 36% năm 2022. Quy mô đàn nái - vốn được xem là chỉ báo sớm cho nguồn cung tương lai cũng như thước đo về mức độ đầu tư vốn và năng lực quản trị - cho thấy rằng các nhà sản xuất quy mô lớn đang ngày càng củng cố vị thế áp đảo trong ngành thịt heo Việt Nam.

Đánh giá chi tiết HĐKD của BAF

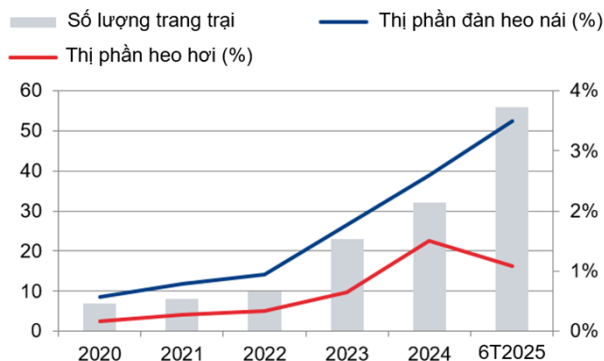
Tăng trưởng nhanh và tập trung cao độ vào mảng chăn nuôi heo

Dù gia nhập thị trường muộn hơn so với top 10 doanh nghiệp chăn nuôi lớn nhất Việt Nam, BAF vẫn đạt được tốc độ tăng trưởng vượt trội trong 5 năm qua. Năm 2020, đàn heo thương phẩm của BAF chỉ khoảng 66.500 con và đàn nái 4.000 con, nhưng đến nửa đầu năm 2025 đã mở rộng lên 725.000 con heo thương phẩm và 70.000 con heo nái - tương đương 3% tổng đàn heo thương phẩm toàn quốc, 3% tổng đàn nái cả nước và 6,5% đàn nái của khối doanh nghiệp, đưa BAF lọt vào top 10 doanh nghiệp có quy mô đàn nái lớn nhất Việt Nam. Điều này tương ứng với sản lượng heo thương phẩm tăng trưởng với tốc độ CAGR 5 năm đạt 65%. Với quy mô đàn nái hiện nằm trong top 5 toàn quốc, BAF đang có vị thế tốt để vươn lên nhóm 5 doanh nghiệp chăn nuôi lớn nhất Việt Nam.

Tốc độ mở rộng quy mô ấn tượng của BAF được thúc đẩy bởi các khoản đầu tư mới và hoạt động M&A các trang trại trên toàn quốc trong 5 năm qua, đặc biệt giai đoạn tăng tốc đàn nái kể từ năm 2023. Công ty tiếp tục gia tăng công suất mạnh mẽ và đặt mục tiêu cung cấp 10 triệu heo thương phẩm vào năm 2030, tương ứng tăng trưởng với tốc độ CAGR duy trì ở mức 65%.

Biểu đồ 10: Thị phần đàn heo nái, BAF

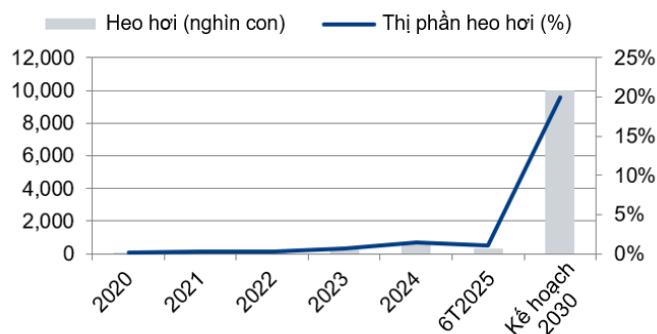
BAF đang đẩy nhanh tốc độ mở rộng đàn heo nái nhằm phục vụ tăng trưởng trong tương lai



Nguồn: BAF

Biểu đồ 11: Quy mô đàn heo và mục tiêu đến năm 2030, BAF

BAF đặt mục tiêu mở rộng mạnh mẽ, hướng tới quy mô đàn heo 10 triệu con vào năm 2030



Nguồn: BAF

Bảng 12: Quy mô đàn heo nái (nghìn con), nhóm 12 doanh nghiệp chăn nuôi heo hàng đầu tại Việt Nam

Mặc dù quy mô đàn heo nái của hầu hết các doanh nghiệp lớn đều sụt giảm do ảnh hưởng của dịch bệnh trong giai đoạn đầu năm 2025 nhưng đàn heo nái của BAF vẫn tăng nhờ chiến lược mở rộng quy mô

Số thứ tự	Công ty	Cuối năm 2024	Cuối Q3/2025
1	CP	348.6	260-330
2	CJ	148	90-115
3	BAF	38	70
4	Japfa	81.5	46-59
5	Thái Việt	70	46-59
6	Greenfeed	116	44-52
7	DBC	49	36-40
8	New Hope	N/a	16-35
9	Emivest	N/a	22-30
10	HPG Agri	N/a	22-25
11	Deheus	N/a	25
12	Mavin	25.4	21-30

Nguồn: HSC, tổng hợp từ nhiều nguồn

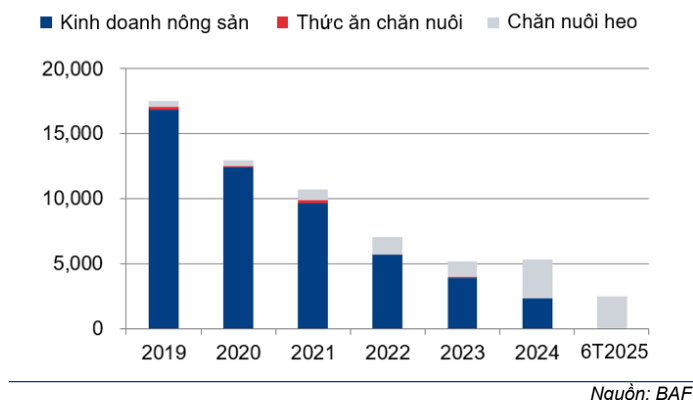
Đáng chú ý, với lợi thế của “người đến sau” so với các doanh nghiệp kỳ cựu như C.P. Việt Nam (Thái Lan), Công ty TNHH CJ Vina Agri (Hàn Quốc) hay các đối thủ trong nước như Dabaco (DBC, chưa khuyến nghị) và Greenfeed Việt Nam, BAF có thể triển khai các thiết kế chuồng trại hiện đại hơn và áp dụng công nghệ sản xuất tiên tiến hơn, giúp nâng cao tiêu chuẩn an toàn sinh học và hiệu quả sản xuất - một lợi thế then chốt trong ngành có mức rủi ro dịch bệnh cao như chăn nuôi heo.

Các chỉ số tài chính cải thiện nhờ chiến lược tập trung vào mảng chăn nuôi heo

Bảng so sánh chi tiết các chỉ tiêu tài chính cốt lõi dưới đây cho thấy hiệu quả tài chính của BAF so với 12 doanh nghiệp chủ chốt cùng ngành, bao gồm các công ty nước ngoài như CP (Thái Lan), CJ Vina (Hàn Quốc), Greenfeed, De Heus (Hà Lan), Japfa (Indonesia), Sunjin (Hàn Quốc), Thái Việt (Thái Lan), Mavin (liên doanh Việt Nam - Australia), Newhope (Trung Quốc), cùng các doanh nghiệp trong nước như Dabaco (DBC), Masan MEATLife (MML; chưa khuyến nghị) và HPG Agri - đơn vị thuộc tập đoàn thép Hòa Phát (HPG; Mua vào, giá mục tiêu 37.900đ).

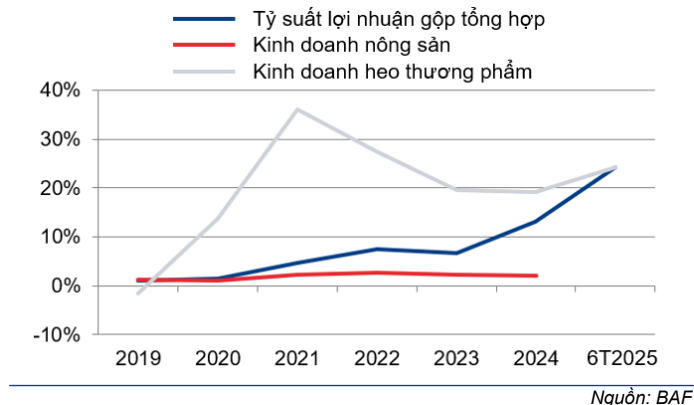
Biểu đồ 13: Cơ cấu doanh thu, BAF

Mảng chăn nuôi heo đạt tốc độ tăng trưởng kép 51%, trong khi mảng kinh doanh nông sản đã ngừng hoạt động



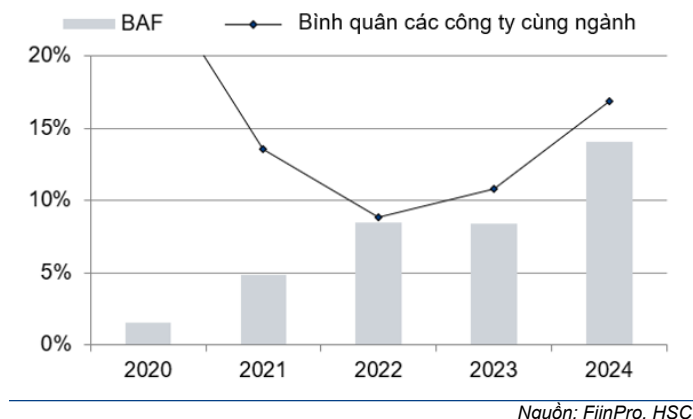
Biểu đồ 14: Tỷ suất lợi nhuận gộp của các mảng kinh doanh chính, BAF

Mảng chăn nuôi heo có tỷ suất lợi nhuận gộp cao nhất, đạt 20-25%



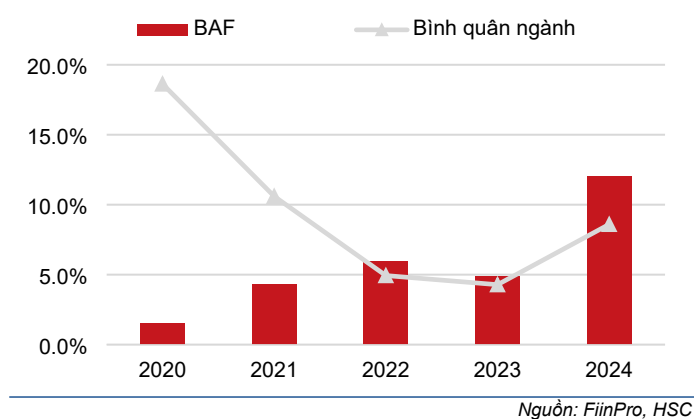
Biểu đồ 15: Tỷ suất EBIT, BAF so với bình quân các công ty cùng ngành

Tỷ suất EBIT đã cải thiện đáng kể từ 1,5% lên 14,1% trong 5 năm qua



Biểu đồ 16: Tỷ suất EBITDA, BAF so với bình quân các công ty cùng ngành

Trong 5 năm qua, tỷ suất EBITDA đã tăng từ 1,6% lên 16,5% nhưng vẫn thấp hơn so với bình quân các công ty cùng ngành



So với hầu hết các doanh nghiệp chăn nuôi hàng đầu Việt Nam, cơ cấu doanh thu và lợi nhuận của BAF đơn giản hơn đáng kể, chỉ bao gồm hai mảng chính: chăn nuôi heo – đóng góp hơn 90% doanh thu và lợi nhuận – và sản xuất thức ăn chăn nuôi, chủ yếu phục vụ nhu cầu nội bộ của các trang trại. Ngược lại, các đối thủ trong ngành thường sở hữu mô hình kinh doanh đa dạng hơn, bao gồm: bán thức ăn chăn nuôi thương mại (cho gia súc, gia cầm và thủy sản), hệ thống chăn nuôi tích hợp quy mô lớn, và trong nhiều trường hợp gồm cả mảng gia cầm có quy mô đáng kể như CP, DBC, Greenfeed, Japfa và Newhope.

So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành cho thấy BAF đã có bước cải thiện rõ rệt về khả năng sinh lời và ổn định tài chính. Tỷ suất EBIT của Công ty tăng nhanh nhờ chiến lược tập trung vào mảng chăn nuôi heo mang lại hiệu quả thực chất, trong khi cơ cấu vốn cũng vững chắc hơn đáng kể so với giai đoạn đòn bẩy cao năm 2020–2021, cùng với tăng trưởng tài sản ổn định hơn trong bối cảnh ngành tăng trưởng chậm lại. Tuy nhiên, tỷ suất EBITDA của BAF vẫn thấp hơn các đối thủ do vẫn trong giai đoạn mở rộng, còn ROA và ROE vẫn biến động. Bên cạnh đó, tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH vẫn ở mức cao so với bình quân ngành, cho thấy áp lực chi phí lãi vay và nghĩa vụ trả nợ vẫn là yếu tố rủi ro đáng chú ý đối với Công ty.

Các chỉ số lợi nhuận

BAF đã thể hiện xu hướng cải thiện lợi nhuận mạnh mẽ trong giai đoạn 2020–2024. Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng từ mức khiêm tốn 2% năm 2020 lên 13% năm 2024, phản ánh khả năng kiểm soát chi phí và hiệu quả vận hành được cải thiện rõ rệt. Tỷ suất EBIT còn tăng ấn tượng hơn, từ mức 1,5% lên 14,1%, vượt mức bình quân ngành

17,1% trong năm 2024. Trong khi đó, tỷ suất EBITDA cũng tăng từ mức 1,6% lên 16,5% - dù vẫn thấp hơn mức bình quân ngành (26,8%), kết quả này cho thấy BAF đã đạt được tiến bộ đáng kể trong kiểm soát chi phí và nâng cao hiệu quả hoạt động.

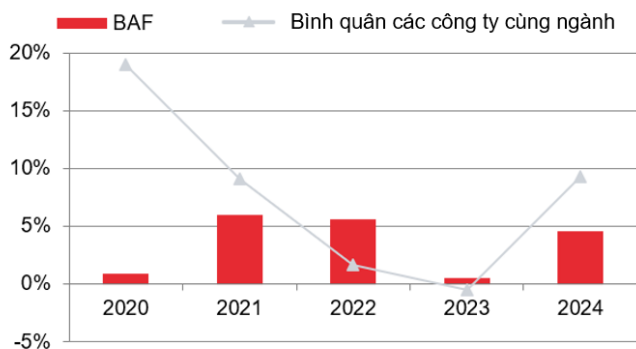
Việc tỷ suất lợi nhuận tăng nhanh, đặc biệt ở EBIT, đã cho thấy rõ thành công của chiến lược chuyển hướng tập trung vào chăn nuôi heo. Việc tỷ suất EBITDA còn thấp hơn bình quân ngành phản ánh mức độ đầu tư vốn lớn và chi phí khấu hao cao trong giai đoạn mở rộng mạnh mẽ hiện nay. Nhìn chung, BAF đang duy trì đà cải thiện vững chắc về khả năng sinh lời, từng bước thu hẹp khoảng cách với các doanh nghiệp dẫn đầu trong ngành.

Hiệu quả hoạt động (ROA và ROE)

Hiệu quả HĐKD của BAF, đo lường qua ROA và ROE, phản ánh một doanh nghiệp đang trong giai đoạn chuyển đổi. Trong những năm gần đây, ROA và ROE của Công ty biến động mạnh: sau khi đạt đỉnh vào năm 2021 (với ROE 32% và ROA 6%), cả hai chỉ số giảm mạnh trong năm 2023 rồi phục hồi một phần vào năm 2024. ROA và ROE của BAF nhìn chung thấp hơn mức bình quân ngành, cho thấy dù hiệu quả hoạt động đang cải thiện, Công ty vẫn chưa tận dụng tối đa cơ sở tài sản và vốn CSH để tạo ra lợi nhuận ổn định. Những xu hướng này phản ánh hiệu quả sử dụng vốn chưa ổn định, chủ yếu do đang trong giai đoạn đầu tư vốn lớn mà lợi nhuận mang lại vẫn chưa tương xứng.

Biểu đồ 17: Hệ số ROA, BAF so với các công ty cùng ngành

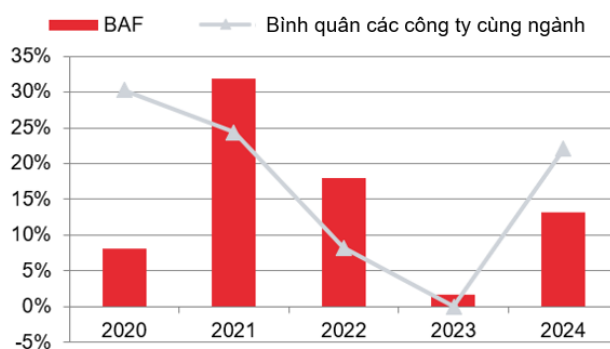
Hệ số ROA vẫn ở mức thấp hơn so với bình quân, từ đó phản ánh hiệu quả sử dụng tài sản chưa cao trong giai đoạn doanh nghiệp mở rộng



Nguồn: FiinPro, HSC

Biểu đồ 18: Hệ số ROE, BAF so với các công ty cùng ngành

Hệ số ROE ghi nhận đà cải thiện trong năm 2024, dù vẫn thấp hơn so với bình quân các công ty cùng ngành



Nguồn: FiinPro, HSC

Bảng 19: Vốn chủ sở hữu và vốn điều lệ, BAF

Vốn CSH của BAF đạt tốc độ tăng trưởng kép 48,3% trong giai đoạn 2017-2025 sau khi thực hiện nhiều đợt huy động vốn

Tỷ đồng	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Vốn CSH (tỷ đồng)	107	120	566	1,455	1,743	1,908	2,940	3,234	3,715
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	100	100	100	500	780	1,435	1,435	2,390	3,040
Cổ tức bằng cổ phiếu						45%		17.0%	
Cổ tức bằng tiền mặt (đồng)						3,900			
Phát hành quyền mua								47.68%	
Phát hành riêng lẻ (tỷ đồng)									650

Nguồn: BAF

Cơ cấu vốn và đòn bẩy tài chính

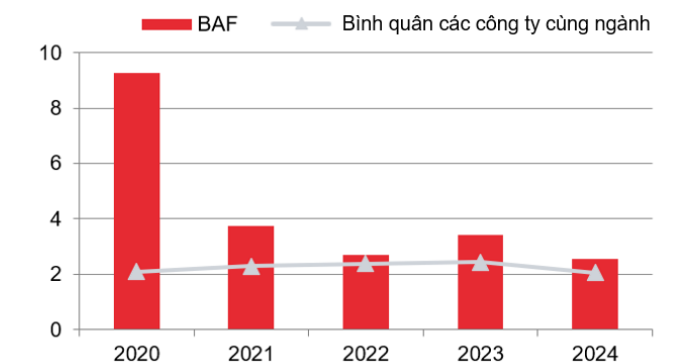
BAF đã gia tăng đáng kể quy mô vốn CSH, từ 107 tỷ đồng năm 2017 lên 3.715 tỷ đồng năm 2025. Sự mở rộng này được thúc đẩy bởi nhiều đợt huy động vốn, bao gồm trả cổ tức bằng cổ phiếu, phát hành quyền mua và chào bán riêng lẻ, nhằm hỗ trợ chiến lược tăng trưởng mạnh mẽ thông qua đầu tư xây dựng mới và M&A.

Về cơ cấu tài chính, BAF từng có tỷ lệ tài sản/vốn CSH rất cao (9,3 lần năm 2020), nhưng đến năm 2024 con số này đã giảm mạnh xuống còn 2,5 lần, tiến gần hơn mức bình quân của ngành. Quá trình giảm đòn bẩy này cho thấy cơ cấu vốn của Công ty đang trở nên cân bằng hơn, dù tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH vẫn ở mức cao (0,8 lần năm

2024), phản ánh việc Công ty vẫn dựa vào nguồn vốn vay để tài trợ cho kế hoạch mở rộng quy mô.

Biểu đồ 20: Tỷ lệ tài sản/vốn CSH, BAF so với các công ty cùng ngành

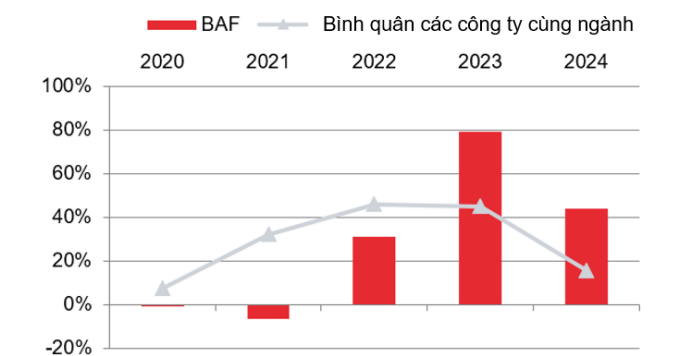
Tỷ lệ tài sản/vốn chủ sở hữu giảm còn 2,5 lần, tiệm cận mức trung bình của các doanh nghiệp cùng ngành, cho thấy xu hướng chuyển dịch sang cơ cấu vốn cân bằng hơn



Nguồn: FiinPro, HSC

Biểu đồ 21: Tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH, BAF so với các công ty cùng ngành

Tỷ lệ nợ thuần/vốn chủ sở hữu cho thấy BAF phụ thuộc nhiều hơn vào nguồn vốn vay để tài trợ cho hoạt động mở rộng so với các doanh nghiệp cùng ngành. Điều này phản ánh rủi ro cao hơn trước biến động lãi suất



Nguồn: FiinPro, HSC

Dự báo lợi nhuận

Tăng trưởng doanh thu của BAF trong giai đoạn 2025–2027 dự báo sẽ được thúc đẩy bởi việc mở rộng quy mô đàn heo và nâng cao hiệu quả vận hành. HSC dự báo doanh thu và lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt lần lượt 24,5% và 56,5%, trong đó lợi nhuận thuần tăng trưởng mạnh nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp dự kiến tăng mạnh lên mức khoảng 23% trong giai đoạn 2025–2027, từ 13,3% trong năm 2024, dù chi phí tài chính tăng do mở rộng trang trại mạnh mẽ. KQKD của BAF vẫn nhạy cảm với biến động giá thức ăn và giá heo hơi, trong đó tỷ suất lợi nhuận phụ thuộc chặt chẽ vào diễn biến giá ngũ cốc toàn cầu và giá thịt heo trong nước. Ngoài ra, rủi ro dịch bệnh vẫn là yếu tố hệ thống đáng lưu ý và BAF chịu tác động lớn hơn so với các đối thủ do phụ thuộc hoàn toàn vào mảng chăn nuôi, mặc dù các biện pháp an toàn sinh học nâng cao và công nghệ chăn nuôi hiện đại được kỳ vọng sẽ giúp giảm thiểu rủi ro này.

Các yếu tố chính ảnh hưởng đến triển vọng lợi nhuận của BAF

Giá thức ăn và giá heo hơi – hai yếu tố chủ chốt tác động đến tỷ suất lợi nhuận gộp

Ở phía đầu vào, cấu trúc chi phí chăn nuôi heo của BAF chủ yếu bao gồm: chi phí thức ăn chiếm phần lớn, khoảng 55–60% giá vốn hàng bán, 6% chi phí thuốc thú y và vắc xin, 3% chi phí heo giống, 5% chi phí lao động, 6–7% chi phí khấu hao, phần còn lại thuộc về các chi phí khác. Do đó, tỷ suất lợi nhuận gộp của BAF rất nhạy cảm với biến động giá thức ăn chăn nuôi. Giá thức ăn này lại chủ yếu phụ thuộc vào biến động của thị trường ngũ cốc thế giới, đặc biệt là ngô, đậu nành và lúa mì.

Ở phía đầu ra, giá bán heo hơi cũng có ảnh hưởng đáng kể đến lợi nhuận. Thông thường, giá heo hơi tăng theo mùa vụ, đặc biệt trong dịp Tết Nguyên đán và các kỳ lễ hội do nhu cầu tiêu thụ tăng cao, đồng thời có thể tăng đột biến khi xảy ra các đợt dịch bệnh lớn làm gián đoạn nguồn cung.

Rủi ro dịch bệnh

Các đợt bùng phát dịch bệnh là rủi ro mang tính hệ thống đối với toàn bộ ngành chăn nuôi. Tuy nhiên, BAF chịu ảnh hưởng lớn hơn so với các đối thủ do doanh thu của Công ty phụ thuộc hoàn toàn vào mảng chăn nuôi, trong khi phần lớn các doanh nghiệp khác có cơ cấu lợi nhuận đa dạng hơn, bao gồm thức ăn chăn nuôi, chăn nuôi heo và gia cầm. Do đó, nếu xảy ra dịch bệnh ngoài tầm kiểm soát, KQKD của BAF có thể chịu ảnh hưởng bất lợi tương đối lớn hơn so với mặt bằng ngành.

Tuy vậy, Công ty vẫn tự tin vào các biện pháp an toàn sinh học, được hỗ trợ bởi hệ thống cơ sở vật chất mới đầu tư, quy trình kiểm soát tiên tiến và công nghệ chăn nuôi hiện đại chuyển giao từ Muyuan - nhà chăn nuôi heo hàng đầu Trung Quốc. BAF đặt mục tiêu duy trì tỷ lệ hao hụt đàn dưới 10%.

Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

Từ năm 2025 trở đi, phần lớn doanh thu của BAF sẽ đến từ mảng chăn nuôi heo. Theo đó, tăng trưởng doanh thu sẽ phụ thuộc chủ yếu vào quy mô đàn nái và đàn heo thương phẩm, cũng như biến động giá thịt heo trên thị trường. Tăng trưởng sản lượng heo thương phẩm sẽ tiếp tục phụ thuộc vào quy mô đàn nái, công suất trang trại và hiệu quả sản xuất (bao gồm tỷ lệ chuyển đổi thức ăn, số lượng heo con trên mỗi nái và tỷ lệ sống sót của đàn).

Dựa trên quy mô đàn nái hiện tại, công suất trang trại đang vận hành, cùng các dự án mở rộng đang triển khai và trong kế hoạch, HSC dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt lần lượt 24,5% và 56,5%, so với mức nền năm 2024.

Riêng trong năm 2025, chúng tôi ước tính doanh thu thuần đạt 5.680 tỷ đồng (tăng trưởng 2,3%) và lợi nhuận thuần đạt 654 tỷ đồng (tăng trưởng mạnh 102,6%), tương ứng hoàn thành 101,4% và 102,3% kế hoạch HĐQT cả năm mà BLĐ Công ty đề ra.

Cơ cấu doanh thu theo mảng kinh doanh

HSC giả định doanh thu từ mảng chăn nuôi của BAF sẽ đến từ ba nguồn chính: heo thương phẩm, heo nái hậu bị dư thừa, và heo con bán ra ngoài hệ thống. Với quy mô đàn nái dự kiến đạt 80.000 con vào năm 2027, doanh thu từ mảng chăn nuôi được dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 47%, đóng góp bình quân 90% tổng doanh thu của Công ty.

Bảng 22: Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, BAF

Doanh thu thuần & lợi nhuận thuần được kỳ vọng sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt là 24,5% và 56,5%

Tỷ đồng	2024	2025F	Tăng trưởng	2026F	Tăng trưởng	2027F	Tăng trưởng
Doanh thu thuần	5,554	5,680	2.3%	8,146	43.4%	10,728	31.7%
Giá vốn hàng bán	(4,816)	(4,334)	-10.0%	(6,133)	41.5%	(8,263)	34.7%
Lợi nhuận gộp	738	1,345	82.3%	2,013	49.6%	2,465	22.5%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	13.3%	23.7%		24.7%		23.0%	
Lợi nhuận HĐ tài chính	(201)	(255)	27.0%	(306)	20.0%	(388)	26.9%
Chi phí QL&BH	(251)	(301)	19.9%	(432)	43.4%	(569)	31.7%
Chi phí QL&BH / doanh thu (%)	4.5%	5.3%		5.3%		5.3%	
Thu nhập khác	107	8	-92.9%	0	-100.0%	0	
LNTT	393	797	102.6%	1,275	60.0%	1,508	18.3%
Lợi nhuận thuần	323	654	102.6%	1,046	60.0%	1,237	18.3%

Nguồn: BAF, HSC

Bảng 23: Giả định đàn nái và đàn heo thương phẩm, BAF

	Đơn vị	2024	2025F	2026F	2027F
Số lượng heo nái	Con	49,887	70,000	75,000	80,000
Sản lượng heo thương phẩm	Con	557,000	755,205	1,154,257	1,520,950
Tăng trưởng	%	108.3%	35.6%	52.8%	31.8%

Nguồn: BAF, HSC

Bảng 24: Cơ cấu doanh thu theo mảng kinh doanh, BAF

Mảng chăn nuôi chiếm khoảng 90% tổng doanh thu và được dự báo sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 47%

Tỷ đồng	2024	2025F	Tăng trưởng	2026F	Tăng trưởng	2027F	Tăng trưởng
Chăn nuôi	2,998	5,280	76.1%	7,496	42.0%	9,601	28.1%
Thức ăn chăn nuôi	0	130	N/m	22	-83.2%	69	215.8%
Giết mổ & thực phẩm chế biến	243	269	10.7%	628	133.3%	1,058	68.6%

Nguồn: BAF, HSC

Trong mảng giết mổ và chế biến thịt, BAF hiện vận hành hai cơ sở giết mổ (tại Hà Nội và Đồng Nai) cùng một nhà máy chế biến thịt tại Tây Ninh, với sản lượng xử lý hàng năm dưới 50.000 con heo, so với công suất thiết kế 350.000 con/năm. Công ty cũng đang đầu tư nhà máy chế biến sâu tại Bình Phước, được thiết kế với công suất 350.000 con/năm cho giết mổ, 54.000 tấn/năm cho chế biến thịt, và 36 triệu suất ăn công nghiệp mỗi năm. Nhà máy này dự kiến đi vào hoạt động vào cuối năm 2026.

Chúng tôi cũng lưu ý rằng các sản phẩm thịt heo mát mang thương hiệu BAF đã được phân phối thông qua chuỗi cửa hàng SibaFood và hiện diện tại hầu hết các hệ thống siêu thị lớn như Go!, Top Market, Mega Market và nhiều chuỗi bán lẻ khác. Do đó, HSC đánh giá dự địa tăng trưởng doanh thu của BAF trong mảng này còn rất lớn trong các năm tới.

Tỷ suất lợi nhuận gộp

HSC dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp của BAF sẽ cải thiện lên mức 23,7% trong năm 2025, so với 13,3% trong năm 2024, phản ánh việc Công ty rút khỏi mảng kinh doanh nông sản có tỷ suất lợi nhuận thấp. Tỷ suất lợi nhuận gộp được kỳ vọng duy trì quanh mức 23% trong giai đoạn 2025–2027.

Các khoản mục khác

Chi phí quản lý & bán hàng: Chúng tôi dự báo tỷ lệ chi phí quản lý & bán hàng trên doanh thu sẽ tăng lên mức 5,3% trong giai đoạn dự báo, so với 4,5% trong năm 2024, chủ yếu do chi phí marketing và thuê ngoài gia tăng khi BAF đẩy mạnh chiến lược mở rộng thị phần.

Chi phí tài chính: Lỗ tài chính (chủ yếu là chi phí lãi vay) được dự báo tăng với tốc độ CAGR 3 năm là 24,6% trong giai đoạn 2025–2027, phản ánh mức đòn bẩy cao hơn gắn liền với kế hoạch mở rộng trang trại quy mô lớn của BAF.

KQKD nửa đầu năm và dự báo nửa cuối năm 2025

BAF ghi nhận KQKD nửa đầu năm 2025 tích cực và phù hợp với kỳ vọng, với lợi nhuận thuần đạt 343 tỷ đồng (tăng 122% so với cùng kỳ) trên doanh thu thuần 2.510 tỷ đồng (giảm 4% so với cùng kỳ). Kết quả này tương ứng 45% kế hoạch doanh thu thuần cả năm và 54% kế hoạch lợi nhuận thuần cả năm của Công ty.

Bảng 25: KQKD 6 tháng đầu năm 2025 & dự báo nửa cuối năm 2025, BAF

Chúng tôi hiện dự báo lợi nhuận thuần 6 tháng cuối năm 2025 sẽ đạt 311 tỷ đồng (tăng 91% so với cùng kỳ) trên doanh thu thuần đạt 3.169 tỷ đồng (tăng 4,7% so với cùng kỳ)

Tỷ đồng	6 tháng đầu năm 2024	6 tháng đầu năm 2025	% so với cùng kỳ	6 tháng cuối năm 2024	6 tháng cuối năm 2025	% so với cùng kỳ
Doanh thu thuần	2,613	2,510	-3.9%	3,027	3,169	4.7%
Giá vốn hàng bán	(2,327)	(1,904)	-18.2%	(2,597)	(2,431)	-6.4%
Lợi nhuận gộp	286	607	112.4%	431	738	71.5%
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	10.9%	24.2%		14.2%	23.3%	
Lỗ tài chính	(96)	(124)		(104)	(385)	270.0%
Chi phí QL&BH	(82)	(138)		(132)	(163)	23.9%
Chi phí QL&BH / doanh thu (%)	3.2%	5.5%		4.3%	5.1%	
Lợi nhuận hoạt động	107	345	221.0%	195	444	127.8%
Thu nhập thuần khác	100	8	-91.6%	4	0	
LNTT	207	353	70.5%	199	443	122.7%
LNST	155	343	121.8%	164	313	90.6%
Lợi nhuận thuần	154	343	122.5%	163	311	90.7%

Nguồn: BAF, HSC

Doanh thu giảm chủ yếu do BAF có chiến lược rút khỏi mảng kinh doanh nông sản. Trong khi đó, tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng chăn nuôi lại cải thiện lên mức 24,2% (so với 21,3% trong nửa đầu năm 2024), nhờ sản lượng tiêu thụ thịt heo tăng 32,5% so với cùng kỳ và giá bán heo hơi tăng 10% so với cùng kỳ.

Dựa trên KQKD thực hiện nửa đầu năm 2025 và dự báo cả năm 2025, HSC ước tính doanh thu thuần nửa cuối năm 2025 đạt 3.169 tỷ đồng (tăng 4,7% so với cùng kỳ) được thúc đẩy bởi sản lượng heo tiêu thụ 425.000 con (tăng 41% so với cùng kỳ) và lợi nhuận thuần nửa cuối năm đạt 311 tỷ đồng (tăng mạnh 90,7% so với cùng kỳ).

Phân tích độ nhạy của lợi nhuận thuần theo biến động giá heo hơi và giá thức ăn

Như đã đề cập, hai yếu tố chính ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp của BAF là giá heo hơi và giá thức ăn chăn nuôi. HSC đã thực hiện phân tích độ nhạy lợi nhuận năm 2026 dựa trên giả định cơ sở là giá heo hơi ở mức 57.000đ/kg và giá thức ăn ở mức 10.200đ/kg. Kết quả cụ thể như sau:

- Kịch bản tiêu cực nhất: Nếu giá heo hơi giảm 5% trong khi giá thức ăn tăng 5% so với giả định cơ sở, lợi nhuận năm 2026 của BAF sẽ còn 568 tỷ đồng (giảm 13%), thấp hơn 45,7% so với kịch bản cơ sở.
- Kịch bản tích cực nhất: Nếu giá heo hơi tăng 5% trong khi giá thức ăn giảm 5%, lợi nhuận thuần năm 2026 có thể đạt 1.524 tỷ đồng (tăng trưởng 133%), cao hơn 45,7% so với kịch bản cơ sở.

Bảng 26: Phân tích độ nhạy của lợi nhuận thuần năm 2026 đối với giả định giá heo hơi và giá thức ăn (tỷ đồng), BAF

Kịch bản cơ sở của chúng tôi dựa trên giả định giá heo hơi là 57.000đ/kg và giá thức ăn là 10.200đ/kg

		Biến động giá heo hơi				
		-5%	-3%	0%	3%	5%
Biến động giá thức ăn	-5%	946	1,061	1,235	1,408	1,524
	-3%	870	986	1,159	1,333	1,448
	0%	757	872	1,046	1,219	1,335
	3%	643	759	932	1,106	1,221
	5%	568	683	857	1,030	1,146

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng đối với BAF với giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 41.400đ, tương đương tiềm năng tăng giá 19% so với thị giá hiện tại và EV/EBITDA năm 2025 và 2026 lần lượt là 8,0 lần cho và 5,4 lần. Cổ phiếu BAF đang giao dịch ở mức EV/EBITDA dự phóng 12 tháng tới là 4,3 lần, thấp hơn đáng kể so với mức trung vị 10,2 lần của các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực. HSC cho rằng BAF xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

Phương pháp định giá

HSC sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu BAF, phản ánh triển vọng tăng trưởng nhiều năm của doanh nghiệp. Các giả định chính trong mô hình định giá bao gồm: lãi suất phi rủi ro: 4%; phần bù rủi ro vốn CSH theo tiêu chuẩn nội bộ: 8,75%; hệ số beta: 1 (nguồn: Bloomberg). Theo đó, giả định WACC là 11,3%. Ngoài ra, chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn cho dòng tiền tự do sau năm 2030 là 2%.

Các tính toán và giả định đầu vào trong mô hình định giá được trình bày tại Bảng 27–28. Chúng tôi cũng trình bày độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định về lãi suất phi rủi ro và tốc độ tăng trưởng dài hạn trong Bảng 29.

Bảng 27: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, BAF

Tỷ đồng	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EBIT	1,044	1,581	1,896	2,007	2,105	2,315
Thuế	(141)	(225)	(266)	(282)	(290)	(320)
Thu nhập thuần trừ nợ vay	904	1,356	1,630	1,725	1,815	1,995
Cộng: Khấu hao	269	337	446	526	606	646
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(1,085)	(1,001)	(1,601)	(1,301)	(1,201)	(701)
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	715	(173)	(272)	250	(251)	(768)
UFCF	803	520	203	1,201	969	1,171

Nguồn: HSC

Bảng 28: Giả định và tính toán định giá, BAF

Tính toán WACC	Giá trị	Tính toán DCF	Đơn vị	Giá trị (cuối 2025)	Giá trị (cuối 2026)
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Tốc độ tăng trưởng dài hạn		2.0%	2.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%	Giá trị hiện tại của dòng tiền	Tỷ đồng	4,777	5,369
Beta (lần)	100.0%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	6,641	8,029
Chi phí vốn CSH	12.8%	Tổng giá trị hiện tại	Tỷ đồng	11,419	13,398
Lãi suất bình quân	11.1%	Cộng: Tiền mặt + Đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	2,914	5,729
Thuế thu nhập doanh nghiệp	17.6%	Trừ: Tổng nợ, điều chỉnh	Tỷ đồng	(2,861)	(5,443)
Chi phí nợ	9.2%	Giá trị vốn CSH	Tỷ đồng	11,471	13,683
Tỷ trọng nợ	40.0%	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	304	304
WACC	11.3%	Giá trị hợp lý của cổ phiếu	Đồng/cổ phiếu	37,700	45,000
		Giá trị vốn CSH (giữa 2026)	Đồng	41,400	

Nguồn: HSC

Bảng 29: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn và lãi suất phi rủi ro (đồng), BAF

		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		0%	1%	2%	3%	4%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	39,900	41,000	42,300	43,900	46,100
	3.5%	39,600	40,600	41,800	43,400	45,300
	4.0%	39,300	40,200	41,400	42,800	44,600
	4.5%	39,000	39,900	41,000	42,300	44,000
	5.0%	38,700	39,500	40,600	41,800	43,400

Nguồn: HSC

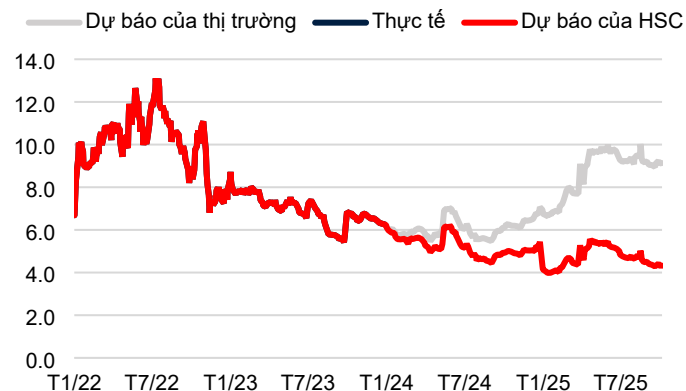
Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu BAF đã tăng 62% trong 1 năm qua, được hỗ trợ bởi kế hoạch mở rộng quy mô mạnh mẽ và triển vọng tăng trưởng tích cực trong năm 2025, nhưng diễn biến giá tương đối đi ngang trong 1 & 3 tháng gần đây. BAF đang giao dịch ở mức

EV/EBITDA dự phóng 12 tháng tới là 4,3 lần, thấp hơn 1,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ đầu năm 2022 ở mức 6,1 lần.

Biểu đồ 30: EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm, BAF

BAF đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 4,3 lần (dựa trên ước tính của chúng tôi)...



Nguồn: HSC, Bloomberg

Biểu đồ 31: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, BAF

...thấp hơn 1,3 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 6,1 lần



Nguồn: HSC, Bloomberg

Bảng 32: Định giá các công ty cùng ngành, BAF

Theo chỉ tiêu EV/EBITDA mà chúng tôi ưu tiên sử dụng, hệ số EV/EBITDA năm 2025 của BAF đạt 6,8 lần, thấp hơn đáng kể so với trung vị của các công ty cùng ngành là 9,8 lần (doanh nghiệp trong nước - 8,7 lần; trong khu vực - 10,1 lần)

Công ty	Mã Bloomberg	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	2024 ROE (%)	2024 ROA (%)	2025 EV/EBITDA (lần)	2025 P/E (lần)	2025 P/B (lần)
Các công ty liên quan đến chăn nuôi tại Việt Nam								
CTCP Masan MeatLife	MML VN	Việt Nam	490	-7.4	-2.9	15.8	59.2	2.7
CTCP Tập đoàn Dabaco Việt Nam	DBC VN	Việt Nam	398	13.4	5.7	6.1	9.1	1.4
Tổng Công ty Chăn nuôi Việt Nam	VLC VN	Việt Nam	121	1.0	0.8	8.7	25.6	26.5
CTCP Việt Nam Kỹ nghệ Súc sản	VSN VN	Việt Nam	49	3.9	5.2	4.2	11.0	1.0
CTCP Chăn nuôi Phú Sơn	PSL VN	Việt Nam	5.4	1.3	2.8	11.9	26.5	1.0
Các công ty liên quan đến chăn nuôi trong khu vực								
BETAGRO PUBLIC CO LTD	BTG TB	Thái Lan	1,102	9.3	3.7	5.5	4.8	1.1
TECON BIOLOGY CO LTD-A	002100 CH	Trung Quốc	1,413	9.4	3.7	6.5	13.9	1.4
GUANGDONG HAID GROUP CO-A	002311 CH	Trung Quốc	14,898	16.8	7.9	11.7	21.3	4.0
GUANGXI LIUYAO GROUP CO LT-A	603368 CH	Trung Quốc	1,043	12.0	4.1	10.3	8.6	0.9
LESHAN GIANTSTAR FARMING-A	603477 CH	Trung Quốc	1,453	17.0	6.6	9.8	18.1	2.7
HUNAN NEW WELLFUL CO LTD-A	600975 CH	Trung Quốc	1,116	0.7	0.2	14.1	252.0	2.6
TANGRENSHEN GROUP CO LTD-A	002567 CH	Trung Quốc	966	7.2	2.3	9.4	13.3	1.1
ZHEJIANG HUATONG MEAT PROD-A	002840 CH	Trung Quốc	1,222	3.1	0.8	11.2	47.0	2.3
Trung vị, các công ty liên quan đến chăn nuôi tại Việt Nam			121	1.3	2.8	8.7	25.6	1.4
Trung vị, các công ty liên quan đến chăn nuôi trong khu vực			1,169	9.4	3.7	10.1	16.0	1.9
Trung vị, các công ty liên quan đến chăn nuôi			1,043	7.2	3.7	9.8	18.1	1.4
CTCP Nông nghiệp BaF Việt Nam	BAF VN	Việt Nam	400	12.1	3.4	6.8	16.3	2.5
Thặng dư/(chiết khấu) so với trung vị các công ty cùng ngành trong nước				10.8 điểm %	0.6 điểm %	-22%	-36%	79%
Thặng dư/(chiết khấu) so với trung vị các công ty cùng ngành trong khu vực				2.8 điểm %	-0.3 điểm %	-32%	2%	35%
Thặng dư/(chiết khấu) so với trung vị các công ty cùng ngành				4.9 điểm %	-0.3 điểm %	-31%	-10%	79%

Nguồn: HSC, Bloomberg, các công ty

Xét theo EV/EBITDA năm 2025, BAF đang giao dịch ở mức 6,8 lần, thấp hơn 31% so với trung vị nhóm các doanh nghiệp cùng ngành ở mức 9,8 lần (nhóm doanh nghiệp trong nước - 8,7 lần, nhóm doanh nghiệp trong khu vực - 10,2 lần). Đáng chú ý, xét theo hệ số P/B năm 2025, cổ phiếu BAF đắt hơn so với các đối thủ (cả trong nước và khu vực); tuy nhiên, điều này chủ yếu phản ánh mức đòn bẩy cao hơn và lợi nhuận

giữ lại còn khiêm tốn của BAF, do Công ty vẫn đang ở giai đoạn mở rộng mạnh mẽ, khiến giá trị sổ sách trên mỗi cổ phần thấp. Dù vậy, các chỉ số ROE và ROA của BAF đang dần hội tụ với mặt bằng chung của các doanh nghiệp trong nước.

Một số lưu ý:

- HSC sử dụng EV/EBITDA làm chỉ tiêu định giá chủ đạo cho BAF. Do BAF vẫn đang ở giai đoạn đầu của chu kỳ mở rộng, chi phí khấu hao và mức đòn bẩy tài chính còn cao, khiến các hệ số định giá dựa trên lợi nhuận thuần có thể bị bóp méo. Bằng cách loại trừ ảnh hưởng của khấu hao và cơ cấu vốn, EV/EBITDA mang lại bức tranh rõ ràng hơn về hiệu quả HĐKD cốt lõi, đồng thời cho phép so sánh hợp lý hơn với các doanh nghiệp cùng ngành đã hoạt động ổn định lâu năm.
- Nhóm các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực dùng để so sánh với BAF bao gồm tám doanh nghiệp, trong đó bảy doanh nghiệp có trụ sở tại Trung Quốc. Ngoài ra, chúng tôi cũng so sánh BAF với năm doanh nghiệp trong nước đang hoạt động trong lĩnh vực chăn nuôi và chế biến thực phẩm.

Rủi ro đối với dự báo và quan điểm đầu tư của HSC

HSC ghi nhận một số rủi ro chính như sau:

- **Rủi ro dịch bệnh:** Ngành chăn nuôi luôn tiềm ẩn rủi ro dịch bệnh mang tính hệ thống. Dù các loại vắc xin hiện nay đã kiểm soát được một số dịch phổ biến (như lở mồm long móng – FMD, hội chứng rối loạn sinh sản và hô hấp ở heo – PRRS), dịch tả heo châu Phi (ASF) vẫn là mối đe dọa lớn nhất do tỷ lệ áp dụng vắc xin còn thấp và hiệu quả chưa được xác nhận rõ ràng. Mặc dù BAF đã áp dụng các biện pháp an toàn sinh học nghiêm ngặt nhưng một đợt bùng phát dịch lớn vẫn có thể gây thiệt hại đáng kể cho đàn heo và ảnh hưởng nghiêm trọng đến lợi nhuận.
- **Biến động giá thức ăn và giá heo hơi:** Chi phí thức ăn chăn nuôi chiếm khoảng 60% tổng chi phí sản xuất, do đó giá nguyên liệu như đậu nành và ngô tăng có thể làm giảm tỷ suất lợi nhuận. Ngược lại, giá thịt heo hơi có thể giảm dưới kỳ vọng nếu xảy ra tình trạng dư cung, kéo theo rủi ro sụt giảm lợi nhuận.
- **Đòn bẩy tài chính và gánh nặng nợ vay:** Chiến lược mở rộng công suất mạnh mẽ đã khiến nợ vay của BAF tăng nhanh, dẫn đến chi phí lãi vay cao hơn và rủi ro dòng tiền lớn hơn. Dù các chỉ số tài chính đang cải thiện và tiến gần mức bình quân của ngành, đòn bẩy tài chính vẫn là yếu tố rủi ro cần được theo dõi sát sao.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	5,199	5,554	5,680	8,146	10,728
Lợi nhuận gộp	343	738	1,345	2,013	2,465
Chi phí BH&QL	(193)	(251)	(301)	(432)	(569)
Thu nhập khác	1.34	112	13.9	0	0
Chi phí khác	(9.88)	(5.04)	(6.21)	0	0
EBIT	142	594	1,052	1,581	1,896
Lãi vay thuần	(117)	(201)	(255)	(306)	(388)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	24.5	393	797	1,275	1,508
Chi phí thuế TNDN	5.81	(69.4)	(141)	(225)	(266)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(3.43)	(1.25)	(2.53)	(4.05)	(4.79)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	26.9	323	654	1,046	1,237
Lợi nhuận thuần ĐC	26.9	323	654	1,046	1,237
EBITDA ĐC	247	775	1,321	1,918	2,342
EPS (đồng)	187	1,350	2,150	3,440	4,069
EPS ĐC (đồng)	187	1,350	2,150	3,440	4,069
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
Sig CP bình quân (triệu đv)	144	239	304	304	304
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	144	239	304	304	304
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	144	239	304	304	304

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	95.2	161	414	729	(468)
Đầu tư ngắn hạn	327	268	2,500	5,000	7,000
Phải thu khách hàng	1,105	511	427	590	762
Hàng tồn kho	1,593	2,152	1,314	2,204	3,055
Các tài sản ngắn hạn khác	28.3	38.6	27.0	42.4	59.1
Tổng tài sản ngắn hạn	3,148	3,130	4,681	8,565	10,408
TSCĐ hữu hình	2,332	3,283	3,171	3,840	5,000
TSCĐ vô hình	187	5.72	2.02	(1.87)	(5.63)
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	866	1,048	1,047	1,046	1,044
Tổng tài sản dài hạn	3,386	4,336	4,220	4,884	6,039
Tổng cộng tài sản	6,534	7,467	8,901	13,448	16,447
Nợ ngắn hạn	704	842	1,640	3,432	3,589
Phải trả người bán	2,188	1,802	1,610	2,445	3,152
Nợ ngắn hạn khác	69.7	86.9	55.4	86.6	123
Tổng nợ ngắn hạn	3,011	2,783	3,359	6,041	6,965
Nợ dài hạn	1,156	1,262	1,209	1,996	2,795
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	5.70	5.70	5.70	5.70	5.70
Nợ dài hạn khác	453	475	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	1,614	1,743	1,215	2,002	2,801
Tổng nợ phải trả	4,625	4,526	4,574	8,043	9,766
Vốn chủ sở hữu	1,898	2,931	4,316	5,390	6,660
Lợi ích cổ đông thiểu số	10.6	8.99	11.5	15.6	20.4
Tổng vốn chủ sở hữu	1,908	2,940	4,327	5,405	6,681
Tổng nợ phải trả và VCSH	6,534	7,467	8,901	13,448	16,447
BVPS (đ)	13,223	12,264	14,195	17,728	21,907
Nợ thuần/(tiền mặt)	1,765	1,943	2,436	4,699	6,853

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	142	594	1,052	1,581	1,896
Khấu hao	(105)	(180)	(269)	(337)	(446)
Lãi vay thuần	(117)	(201)	(255)	(306)	(388)
Thuế TNDN đã nộp	(58.0)	(15.0)	(141)	(225)	(266)
Thay đổi vốn lưu động	(467)	(767)	715	(173)	(272)
Khác	(141)	(312)	(255)	(306)	(388)
LCT thuần từ HĐKD	(420)	(319)	1,641	1,215	1,415
Đầu tư TS dài hạn	(1,012)	(1,084)	(1,085)	(1,001)	(1,601)
Góp vốn & đầu tư	(267)	(369)	0	0	0
Thanh lý	68.0	476	0	0	0
Khác	54.8	439	20.1	55.4	150
LCT thuần từ HĐĐT	(1,155)	(538)	(1,065)	(946)	(1,451)
Cổ tức trả cho CSH	0	(4.32)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	138	711	0	0	0
Tăng/giảm nợ	1,381	219	(323)	46.2	(1,162)
Khác	0	(2.32)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	1,519	923	(323)	46.2	(1,162)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	151	95.2	161	414	729
LCT thuần trong kỳ	(56.2)	66.0	252	315	(1,197)
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	95.2	161	414	729	(468)
Dòng tiền tự do	(1,431)	(1,404)	556	214	(186)

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	6.60	13.3	23.7	24.7	23.0
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	4.74	13.9	23.3	23.6	21.8
Tỷ suất LNT (%)	0.52	5.81	11.5	12.8	11.5
Thuế TNDN hiện hành (%)	(23.7)	17.6	17.6	17.6	17.6
Tăng trưởng doanh thu (%)	(26.6)	6.83	2.27	43.4	31.7
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(41.2)	214	70.6	45.2	22.1
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(97.6)	1,100	103	60.0	18.3
Tăng trưởng EPS (%)	(97.6)	620	59.3	60.0	18.3
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(97.6)	620	59.3	60.0	18.3
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	1.48	13.4	18.0	21.6	20.5
ROACE (%)	4.76	14.5	20.6	24.4	22.5
Vòng quay tài sản (lần)	0.92	0.79	0.69	0.73	0.72
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	(2.96)	(0.54)	1.56	0.77	0.75
Số ngày tồn kho	120	163	111	131	135
Số ngày phải thu	83.1	38.7	35.9	35.1	33.7
Số ngày phải trả	164	137	136	146	139
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	94.6	66.5	56.8	87.7	103
Nợ/tài sản (%)	28.9	28.2	32.2	40.6	39.0
EBIT/lãi vay (lần)	1.21	2.96	4.12	5.16	4.88
Nợ/EBITDA (lần)	7.67	2.72	2.17	2.84	2.74
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.05	1.12	1.39	1.42	1.49
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.30	1.85	2.30	1.88	1.63
EV/EBITDA ĐC (lần)	27.5	13.3	9.89	7.99	7.46
P/E (lần)	187	25.9	16.3	10.2	8.59
P/E ĐC (lần)	187	25.9	16.3	10.2	8.59
P/B (lần)	2.64	2.85	2.46	1.97	1.60
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2025.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn