

Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

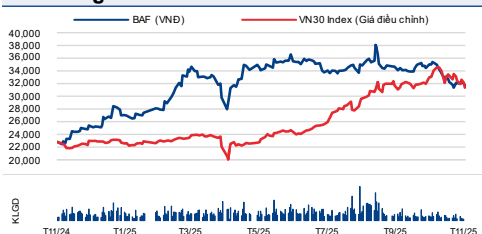
Giá mục tiêu: VNĐ39,300 (từ VNĐ41,400)

Tiềm năng tăng/giảm: 23.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (7/11/2025)	31,750
Mã Bloomberg	BAF VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	22,450-38,050
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	32,080
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	9,653
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	367
Slg CP lưu hành (tr.đv)	304
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	143
Slg CP NN được mua (tr.đv)	9.97
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	39.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	43.8%
Tỷ lệ freefloat	65.5%
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	(9.16)	(8.90)	39.3
So với chỉ số	(4.93)	(13.4)	1.24
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	1,858	2,150	(13.6)
2026F	2,645	3,440	(23.1)
2027F	3,620	4,069	(11.0)

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

Tinh gọn hơn, hiệu quả hơn; nâng khuyến nghị lên Mua vào

- HSC nâng khuyến nghị đối với BAF lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) dù giảm 5,1% giá mục tiêu xuống 39.300đ do điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận sau khi KQKD Q3/2025 thấp hơn kỳ vọng (bị ảnh hưởng bởi chi phí quản lý & bán hàng tăng mạnh có liên quan tới lũ lụt).
- HSC kỳ vọng hiệu quả HĐKD của BAF sẽ được cải thiện nhờ cơ cấu hoạt động tinh gọn hơn; do đó, chúng tôi tăng nhẹ bình quân 1,2 điểm phần trăm dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp giai đoạn 2025–2027. Tuy nhiên, chúng tôi giảm bình quân 15,9% dự báo lợi nhuận thuần, phản ánh quan điểm thận trọng hơn đối với rủi ro thiên tai. Dù vậy, dự báo mới vẫn cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 51% (dự báo trước đó: 57%).
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 9% trong 1 tháng qua, BAF đang giao dịch ở mức EV/EBITDA dự phóng 12 tháng tới là 5,5 lần, thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2022 ở mức 7,8 lần.

Sự kiện: Đánh giá chi tiết KQKD Q3/2025

Lợi nhuận thuần Q3/2025 của BAF giảm mạnh 66% so với cùng kỳ xuống 21 tỷ đồng, do doanh thu giảm 14% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, doanh thu mảng chăn nuôi – vốn có tỷ suất lợi nhuận cao và hiện là mảng kinh doanh cốt lõi của BAF – tăng 33% so với cùng kỳ, giúp tỷ suất lợi nhuận gộp tăng lên mức 23,2%. Lợi nhuận bị ảnh hưởng tiêu cực do chi phí quản lý & bán hàng tăng mạnh 73%, chủ yếu do chi phí vận chuyển và đào tạo cao hơn dự kiến. Cần lưu ý rằng BAF đã rút khỏi mảng kinh doanh nông sản có tỷ suất lợi nhuận thấp từ đầu năm 2025. Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, lợi nhuận thuần của BAF chỉ đạt 56% dự báo cũ cho năm 2025 của HSC (trước khi công bố KQKD).

Tác động: Giảm bình quân 15,9% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027

Cơ cấu doanh thu thay đổi của BAF được phản ánh qua tỷ suất lợi nhuận gộp 9 tháng đầu năm 2025 tăng lên mức 23,9%, (cao hơn đáng kể so với 12,9% trong cùng kỳ năm 2024). Sau khi xem xét yếu tố này, HSC tăng nhẹ bình quân 1,2 điểm phần trăm giá định tỷ suất lợi nhuận gộp giai đoạn 2025–2027. Tuy nhiên, chúng tôi giảm bình quân 15,9% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025–2027, do tăng giả định chi phí bán hàng & quản lý và chi phí tài chính, phản ánh quan điểm thận trọng hơn sau đợt lũ lụt nghiêm trọng trong tháng 9-10.

HSC hiện dự báo doanh thu thuần năm 2025 đạt 5.079 tỷ đồng (giảm 8,5% và thấp hơn 10,6% so với dự báo trước đó) và lợi nhuận thuần đạt 565 tỷ đồng (tăng trưởng 75% nhưng thấp hơn 13,6% so với dự báo trước đó). Trong khi đó, chúng tôi giảm lần lượt 23% và 11% dự báo cho năm 2026 và 2027; sau khi điều chỉnh, lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 42,3% và 36,9%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 9% trong 1 tháng qua, BAF đang giao dịch ở mức EV/EBITDA dự phóng 12 tháng tới là 5,5 lần, thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2022 ở mức 7,8 lần. Sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận và lùi thời điểm định giá sang cuối năm 2026, HSC giảm nhẹ 5,1% giá mục tiêu xuống 39.300đ, tương đương tiềm năng tăng giá 24%. BAF cũng đang có EV/EBITDA năm 2025 và 2026 lần lượt là 11,6 lần và 7,9 lần.

HSC nâng khuyến nghị lên Mua vào đối với BAF. Mặc dù đưa ra quan điểm thận trọng hơn, chúng tôi vẫn duy trì đánh giá tích cực về triển vọng tăng trưởng trong hai năm tới, khi mảng chăn nuôi mở rộng sẽ tiếp tục hỗ trợ khả năng sinh lời của Công ty.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 9/11.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	247	775	1,101 ▼	1,687 ▼	2,267
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	26.9	323	565 ▼	804 ▼	1,100 ▼
EPS ĐC (đồng)	187	1,350	1,858 ▼	2,645 ▼	3,620 ▼
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	13,223	12,264	13,895	16,612 ▼	20,330 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	25.6	12.3	10.8	7.47	6.17
P/E ĐC (lần)	169	23.5	17.1	12.0	8.77
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	2.40	2.59	2.28	1.91	1.56
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(97.6)	620	37.7	42.3	36.9
ROAE (%)	1.48	13.4	15.8	17.3	19.6

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

Giảm dự báo nhưng nâng khuyến nghị lên Mua vào nhờ định giá

Tỷ suất lợi nhuận gộp 9 tháng đầu năm 2025 đạt mức cao 23,2% (so với 17% trong Q3/2024 và 22,9% trong Q2/2025), phản ánh sự thay đổi trong cơ cấu kinh doanh của BAF. Tuy nhiên, các đợt lũ lụt từ cuối tháng 9 đến giữa tháng 10 đã làm phát sinh chi phí bổ sung cho công tác phòng chống bão, di dời đàn vật nuôi và vận chuyển thức ăn cũng như nguyên vật liệu đến trang trại, khiến chi phí quản lý & bán hàng tăng mạnh và gây áp lực lên lợi nhuận. Trong thời gian tới, HSC dự kiến tỷ suất lợi nhuận gộp của BAF sẽ tiếp tục cải thiện, được hỗ trợ bởi công suất hoạt động cao hơn và kế hoạch mở rộng công suất. Tuy nhiên, chúng tôi giảm bình quân 15,9% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025–2027, trong đó giả định chi phí quản lý & bán hàng/doanh thu được điều chỉnh tăng nhằm phòng ngừa rủi ro thiên tai ngày càng gia tăng. Dự báo mới vẫn cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 51% (dự báo trước đó: 57%). Chúng tôi giảm nhẹ 5% giá mục tiêu xuống 39.300đ nhưng nâng khuyến nghị lên Mua vào với tiềm năng tăng giá ước tính 24%.

Đánh giá KQKD Q3/2025: Lợi nhuận giảm do chi phí quản lý & bán hàng tăng mạnh

BAF ghi nhận KQKD Q3/2025 kém tích cực, với lợi nhuận thuần đạt 21 tỷ đồng, giảm 66% so với cùng kỳ trong khi doanh thu thuần giảm 14% so với cùng kỳ xuống 1.136 tỷ đồng. Doanh thu giảm chủ yếu do BAF đã rút hoàn toàn khỏi mảng kinh doanh nông sản từ đầu năm 2025. Ngược lại, doanh thu mảng chăn nuôi tăng 33% so với cùng kỳ, đóng góp 100% tổng doanh thu trong Q3/2025, so với 65% trong Q3/2024.

Tỷ suất lợi nhuận gộp Q3/2025 duy trì vững ở mức 23,2% (so với 17% trong Q3/2024 và 22,9% trong Q2/2025), được hỗ trợ bởi việc rút hoàn toàn khỏi mảng kinh doanh nông sản có tỷ suất lợi nhuận thấp. Tuy nhiên, lợi nhuận thuần chịu áp lực do doanh thu giảm và chi phí quản lý & bán hàng tăng đột biến 73% so với cùng kỳ lên 178 tỷ đồng, bao gồm: chi phí vận chuyển tăng 28,2% so với cùng kỳ lên 89 tỷ đồng, chi phí nhân sự tăng mạnh 91% so với cùng kỳ lên 35 tỷ đồng, và các chi phí khác tăng 98% so với cùng kỳ lên 27 tỷ đồng. Theo BLĐ, chi phí vận chuyển tăng chủ yếu do hoạt động di chuyển và phân tách đàn heo để phục vụ các trang trại mới, cũng như vận chuyển thức ăn và vật tư; trong khi chi phí nhân sự tăng phản ánh chi phí đào tạo và nâng cao năng lực cho đội ngũ phục vụ các trang trại sắp vận hành. Các chi phí khác tăng một phần đến từ hoạt động phòng chống bão, lũ.

Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, doanh thu đạt 3.647 tỷ đồng (giảm 7% so với cùng kỳ, tương đương 64% so với dự báo cả năm 2025 của HSC trước kỳ công bố KQKD); trong khi lợi nhuận thuần đạt 363 tỷ đồng, tăng 69% so với cùng kỳ (tương đương 56% dự báo cả năm 2025 của HSC trước kỳ công bố KQKD), nhờ mảng chăn nuôi hoạt động tích cực và giá heo trong nước duy trì ở mức cao. Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện mạnh lên mức 23,9%, so với 12,9% trong 9 tháng đầu năm 2024, nhờ BAF đã rút hoàn toàn khỏi mảng kinh doanh nông sản có tỷ suất lợi nhuận thấp kể từ đầu năm 2025.

Bảng 1: KQKD Q3/2025 & 9 tháng đầu năm 2025, BAF

Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng đáng kể sau khi BAF hoàn tất việc rút khỏi mảng kinh doanh nông sản vốn có biên lợi nhuận thấp

Tỷ đồng	Q3/24	Q3/25	So với cùng kỳ	9T2024	9T2025	So với cùng kỳ
Doanh thu thuần	1,314	1,136	-14%	3,927	3,647	-7%
Giá vốn hàng bán	(1,091)	(872)	-20%	(3,418)	(2,776)	-19%
Lợi nhuận gộp	223	264	18%	509	871	71%
<i>Tỷ suất lợi nhuận gộp</i>	<i>17.0%</i>	<i>23.2%</i>	<i>37%</i>	<i>12.9%</i>	<i>23.9%</i>	<i>84%</i>
Lợi nhuận hoạt động tài chính	(51)	(63)	23%	(147)	(187)	27%
Chi phí QL&BH	(103)	(178)	73%	(185)	(316)	71%
<i>Chi phí QL&BH / doanh thu</i>	<i>7.8%</i>	<i>15.6%</i>	<i>100%</i>	<i>4.7%</i>	<i>8.7%</i>	<i>84%</i>
Lợi nhuận hoạt động	69	24	-66%	177	369	109%
Thu nhập thuần khác	(2)	3	-264%	98	11	-89%
LNTT	67	26	-61%	275	380	38%
Lợi nhuận thuần	60	21	-66%	214	363	69%

Nguồn: BAF

Triển vọng: Giá heo có khả năng tăng trong 3-6 tháng tới do tác động của lũ lụt và dịch bệnh

Đánh giá sơ bộ tác động của lũ lụt

Từ cuối tháng 9 đến giữa tháng 10, liên tiếp các cơn bão và áp thấp nhiệt đới (bao gồm bão Ragasa, bão Bualoi và bão Matmo) đã gây ảnh hưởng nghiêm trọng đến khu vực Bắc Bộ và Bắc Trung Bộ, gây mưa lớn kéo dài và ngập lụt trên diện rộng. Tình trạng ngập úng kéo dài đã gây thiệt hại đáng kể cho ngành chăn nuôi heo, khi nhiều trang trại bị ngập, cuốn trôi hoặc hư hại nặng, cùng với đó là hệ thống hạ tầng chăn nuôi chủ chốt bị phá hủy. Dù chưa có báo cáo chính thức trên toàn quốc về mức độ thiệt hại của đàn heo và số lượng trang trại bị ảnh hưởng, các thông tin ban đầu từ địa phương cho thấy hoạt động chăn nuôi bị gián đoạn đáng kể tại các tỉnh chịu ảnh hưởng nặng nề.

Trong ngắn hạn, lũ lụt đã làm gián đoạn chuỗi cung ứng tại các khu vực bị ảnh hưởng trực tiếp. Trong Q3/2025, nguồn cung thịt heo trong nước tăng mạnh do nhiều hộ chăn nuôi buộc phải bán tháo đàn heo trong thời điểm lũ lụt để tránh rủi ro dịch bệnh và thu hồi vốn, khiến giá heo trong nước giảm sâu trong quý. Tuy nhiên, trong 3-6 tháng tới, các hộ chăn nuôi sẽ cần thời gian để khôi phục chuồng trại và tái đàn sau thiệt hại. Đối với những hộ chăn nuôi nhỏ lẻ, một số có thể rút khỏi ngành do thiếu nguồn vốn để tái thiết chuồng trại hoặc di dời đến khu vực an toàn hơn nhằm ứng phó với rủi ro lũ lụt trong tương lai. Kết quả là nguồn cung thịt heo trong nước dự kiến sẽ thắt chặt, trùng với mùa tiêu thụ cao điểm trước Tết Nguyên đán (khoảng ba tháng tới). Do đó, chúng tôi dự kiến giá heo trong nước sẽ tăng trong Q4/2025.

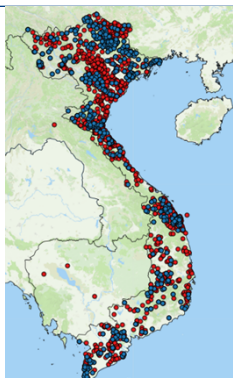
Diễn biến này có thể mang lại lợi ích cho BAF trong các quý tới (và tạo ra tiềm năng KQKD tăng so với dự báo hiện tại), khi tác động từ lũ lụt và dịch bệnh đối với Công ty là không đáng kể, đồng thời BAF đã duy trì quy mô đàn heo ổn định theo đúng kế hoạch. Trong trung và dài hạn, sự suy giảm của khu vực chăn nuôi nhỏ lẻ nhiều khả năng sẽ tiếp diễn, qua đó mở ra cơ hội cho các trang trại và doanh nghiệp chăn nuôi quy mô lớn mở rộng thị phần.

Tác động của dịch tả heo châu Phi

Dịch tả heo châu Phi (ASF) bùng phát mạnh hơn trong năm 2025 do tình trạng mưa và ngập lụt kéo dài, đặc biệt trong Q2 và Q3/2025. Theo Cục Chăn nuôi và Thú y, trong 9 tháng đầu năm 2025, cả nước ghi nhận 2.040 ổ dịch ASF tại 34 tỉnh thành, khiến gần 1 triệu con heo bị tiêu hủy, tương đương số ổ dịch tăng 88% so với cùng kỳ năm 2024 (1.084 ổ dịch) và số lượng heo chết hoặc bị tiêu hủy tăng gấp 13,8 lần so với cùng kỳ.

Hình 2: Các đợt bùng phát dịch tả lợn châu Phi tại Việt Nam từ 1/1/2024-31/10/2024

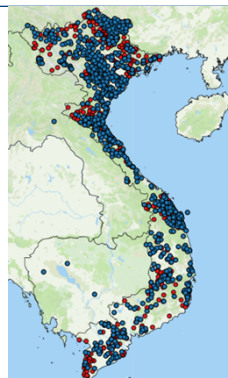
10 tháng đầu năm 2024: ghi nhận 1.085 ổ dịch, ước tính thiệt hại 67.273 con heo



Nguồn: FAO (chấm xanh: ổ dịch đã được xác nhận, chấm đỏ: ổ dịch nghi ngờ)

Hình 3: Các đợt bùng phát dịch tả lợn châu Phi tại Việt Nam từ 1/1/2025-31/10/2025

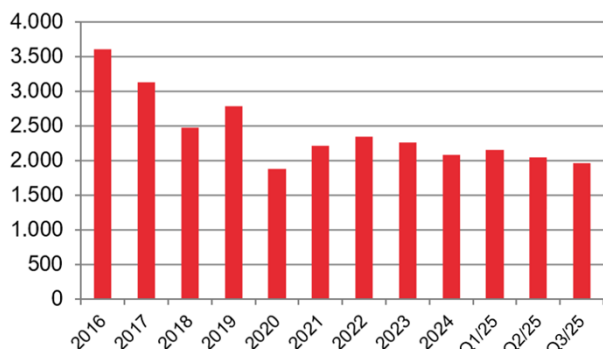
10 tháng đầu năm 2025: ghi nhận 2.040 ổ dịch, ước tính thiệt hại 1 triệu con heo



Nguồn: FAO (chấm xanh: ổ dịch đã được xác nhận, chấm đỏ: ổ dịch nghi ngờ)

Biểu đồ 4: Số lượng heo nái sinh sản, Việt Nam

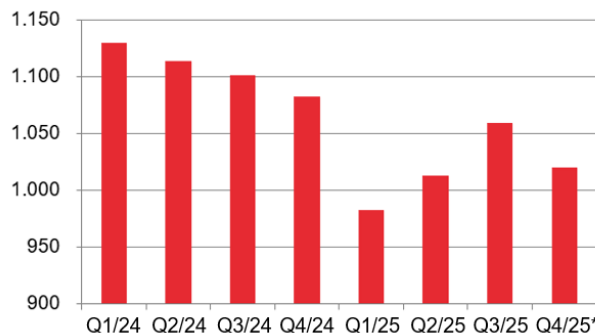
Tính đến cuối Q3/2025, đàn heo nái đã giảm xuống mức thấp nhất kể từ năm 2021, cho thấy áp lực nguồn cung trong 3-6 tháng tới



Nguồn: Agromonitor

Biểu đồ 5: Sản lượng heo hơi (nghìn tấn), Việt Nam

Sản lượng heo hơi dự kiến giảm 6% so với cùng kỳ trong Q4/2025 do ảnh hưởng của lũ lụt và dịch tả lợn châu Phi xảy ra trong Q2 và Q3/2025



Nguồn: Agromonitor

Do tác động kép từ lũ lụt và dịch tả heo châu Phi, đàn heo nái của Việt Nam đã bị ảnh hưởng nghiêm trọng, giảm xuống còn 1,964 triệu con, tương đương giảm 9% so với đầu năm và là mức thấp nhất kể từ năm 2021. Sự sụt giảm mạnh của đàn heo nái được dự báo sẽ gây áp lực lên nguồn cung heo hơi trong 3-6 tháng tới, đồng thời báo hiệu áp lực tăng giá thịt heo trong nước trong bối cảnh nguồn cung ngày càng thắt chặt. Diễn biến này có thể mang lại tác động tích cực cho BAF khi Công ty vẫn duy trì ổn định quy mô đàn heo.

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

HSC điều chỉnh giảm dự báo giai đoạn 2025-2027, giảm bình quân 9,8% với doanh thu thuần và 15,9% với lợi nhuận thuần. Các điều chỉnh về doanh thu giai đoạn 2025-2027 chủ yếu phản ánh dự báo mới cho mảng chăn nuôi và doanh thu thức ăn chăn nuôi, dựa trên KQKD thực tế 9 tháng đầu năm 2025, cùng với giả định giá heo hơi được điều chỉnh tăng bình quân 2,3%. Trong khi đó, việc điều chỉnh giảm bình quân 15,9% dự báo lợi nhuận thuần chủ yếu là do tác động tiêu cực từ tăng giá định về chi phí tài chính và chi phí quản lý & bán hàng (phản ánh quan điểm thận trọng hơn trước rủi ro thiên tai, dựa trên số liệu thực tế 9 tháng đầu năm) chỉ được bù đắp phần nào nhờ thay đổi cơ cấu kinh doanh (sản lượng tiêu thụ giảm nhẹ song tỷ suất lợi nhuận gộp giai đoạn 2025-2027 được nâng bình quân thêm 1,2 điểm phần trăm).

HSC hiện dự báo doanh thu thuần năm 2025 đạt 5.079 tỷ đồng (giảm 8,5% và thấp hơn 10,6% so với dự báo trước đó) trong khi lợi nhuận thuần đạt 565 tỷ đồng, tăng trưởng 75% nhưng thấp hơn 13,6% so với dự báo trước đó. Kết hợp dự báo mới với KQKD thực tế 9 tháng đầu năm 2025, chúng tôi ước tính doanh thu thuần Q4/2025 đạt 1.432 tỷ đồng, giảm 16,4% so với cùng kỳ – mặc dù doanh thu mảng chăn nuôi (nguồn thu duy nhất trong quý) dự kiến tăng 37% so với cùng kỳ – và lợi nhuận thuần Q4/2025 đạt 202 tỷ đồng, tăng 96% so với cùng kỳ.

Lợi nhuận thuần năm 2026 và 2027 dự báo tăng trưởng lần lượt 42,3% và 36,9% đạt 804 tỷ đồng và 1.100 tỷ đồng (sau khi giảm 23% và 11% dự báo trước đó).

Bảng 6: Dự báo lợi nhuận cũ và mới cho giai đoạn 2025-2027, BAF

Chúng tôi hiện dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 50,5% (dự báo trước đó: 57%)

Tỷ đồng	2025				2026				2027			
	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh
Doanh thu thuần	5,680	5,079	-8.5%	-10.6%	8,146	7,289	43.5%	-10.5%	10,728	9,839	35.0%	-8.3%
Lợi nhuận thuần	654	565	75.1%	-13.6%	1,046	804	42.3%	-23.1%	1,237	1,100	36.9%	-11.0%

Nguồn: HSC

Bảng 7: Giả định doanh thu cũ và mới cho giai đoạn 2025-2027, BAF

HSC dự báo doanh thu mảng chăn nuôi sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 45,1%, chủ yếu nhờ sản lượng heo hơi được kỳ vọng sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép là 39%

Tỷ đồng	2025				2026				2027			
	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh
Doanh thu mảng chăn nuôi	5,280	4,804	60.2%	-9.0%	7,496	6,792	41.4%	-9.4%	9,601	9,158	34.8%	-4.6%
Heo hơi (nghìn con)	755	755	35.6%	0.0%	1,154	1,102	45.9%	-4.5%	1,521	1,497	35.8%	-1.6%
Giá bán bình quân (nghìn đồng/kg)	57	58	8.3%	2.3%	57	58	0.0%	2.3%	57	58	0.0%	2.3%
Thức ăn chăn nuôi	130	103	-95.6%	-21.2%	22	146	N/m	565.3%	69	321	120.1%	363.8%
Khác	269	172	N/m	-35.9%	628	351	103.8%	-44.0%	1,058	359	2.2%	-66.0%

Nguồn: HSC

Bảng 8: Giả định tỷ suất lợi nhuận gộp & tỷ lệ chi phí QL&BH/doanh thu trong giai đoạn 2025-2027, BAF

Chúng tôi (1) tăng bình quân 14,6% giả định lỗ hoạt động tài chính trong giai đoạn 2025-2027, (2) tăng bình quân 1,9 điểm cơ bản giả định chi phí QL&BH/doanh thu và (3) nâng trung bình 1,2 điểm cơ bản dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp

Tỷ đồng	2025				2026				2027			
	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh
Tỷ suất lợi nhuận gộp	23.7%	23.9%	10.6 điểm %	0.2 điểm %	24.7%	25.6%	1.7 điểm %	0.9 điểm %	23.0%	25.5%	0.0 điểm %	2.6 điểm %
Lỗ HĐ tài chính	(255)	(249)	23.8%	-2.5%	(306)	(374)	50.2%	22.0%	(388)	(483)	29.4%	24.4%
Chi phí QL&BH/doanh thu	5.3%	7.7%	3.1 điểm %	2.4 điểm %	5.3%	7.0%	-0.7 điểm %	1.7 điểm %	5.3%	7.0%	0.0 điểm %	1.7 điểm %
Tỷ suất EBITDA	27.4%	26.1%	10.2 điểm %	-1.3 điểm %	27.9%	28.3%	2.2 điểm %	0.4 điểm %	26.8%	28.1%	-0.3 điểm %	1.2 điểm %
Tỷ suất lợi nhuận thuần	11.5%	11.1%	5.3 điểm %	-0.4 điểm %	12.8%	11.0%	-0.1 điểm %	-1.8 điểm %	11.5%	11.2%	0.2 điểm %	-0.3 điểm %

Nguồn: HSC

Nâng khuyến nghị lên Mua vào trên cơ sở định giá

Sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận và lùi thời điểm định giá sang cuối năm 2026, HSC giảm nhẹ 5,1% giá mục tiêu xuống 39.300đ, tương đương tiềm năng tăng giá 24%. BAF cũng đang có EV/EBITDA năm 2025 và 2026 lần lượt là 11,6 lần và 7,9 lần. HSC nâng khuyến nghị đối với BAF lên Mua vào do đánh giá tích cực về triển vọng tăng trưởng trong hai năm tới khi mảng chăn nuôi tiếp tục mở rộng, góp phần duy trì khả năng sinh lời vững chắc của doanh nghiệp.

Những giả định định giá chính như sau:

- Giảm bình quân 15,9% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 chủ yếu do tăng giả định chi phí tài chính và chi phí quản lý & bán hàng.
- Lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75%, hệ số beta 1 (không đổi), tương ứng giả định WACC duy trì ở mức 11,7%. Tốc độ tăng trưởng dài hạn giữ nguyên ở mức 2%.
- Chúng tôi hiện sử dụng thời điểm định giá là cuối năm 2026 (so với giữa năm 2026 trong dự báo trước đó).

Bảng 9: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, BAF

Tỷ đồng	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EBIT	824	1,354	1,825	1,883	1,933	2,121
Thuế	(19)	(173)	(237)	(242)	(240)	(281)
Thu nhập thuần trừ nợ vay	805	1,181	1,588	1,641	1,693	1,840
Cộng: Khấu hao	266	334	442	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	67	173	(493)	(19)	(24)	(366)
UFCF	52	687	(64)	847	1,074	1,418

Nguồn: HSC

Bảng 10: Tính toán WACC, BAF

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Beta (lần)	1.0
Chi phí vốn CSH	12.8%
Lãi suất bình quân	12.4%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	17.6%
Chi phí nợ sau thuế	10.2%
Tỷ trọng nợ	40.0%
WACC	11.7%

Nguồn: HSC

Bảng 11: Tính toán DCF, BAF

	Đơn vị	Giá trị (cuối 2026)
Tốc độ tăng trưởng dài hạn		2.0%
Giá trị hiện tại của dòng tiền tới năm 2030	Tỷ đồng	5,480
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	8,935
Tổng giá trị hiện tại	Tỷ đồng	14,416
Cộng: Tiền mặt + đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	1,121
Trừ: Tổng nợ, điều chỉnh	Tỷ đồng	(3,584)
Giá trị của vốn CSH	Tỷ đồng	11,952
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	304
Giá trị hợp lý của cổ phiếu	Đồng/cp	39,300

Nguồn: HSC

Bảng 12: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn & 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%	35,900	38,400	41,400	45,100	49,900
	3.5%	35,200	37,500	40,300	43,800	48,200
	4.0%	34,500	36,700	39,300	42,500	46,600
	4.5%	33,800	35,900	38,400	41,400	45,200
	5.0%	33,200	35,200	37,500	40,300	43,800

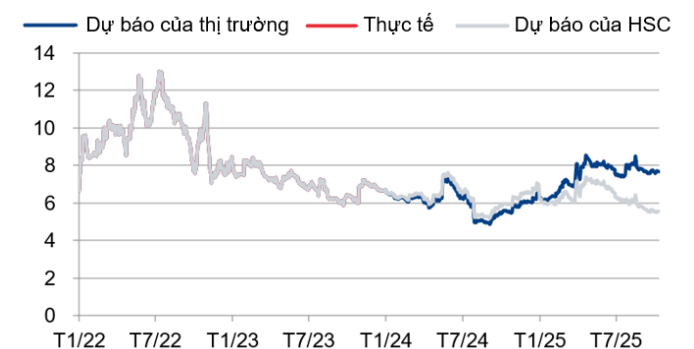
Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 9% trong 1 tháng qua, BAF đang giao dịch ở mức EV/EBITDA dự phóng 12 tháng tới là 5,5 lần, thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 7,8 lần.

Biểu đồ 13: EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm, BAF

BAF đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 5,5 lần (dựa trên ước tính của chúng tôi) ...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 14: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, BAF

...thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 7,9 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

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	5,079	7,289	9,839
Lợi nhuận gộp	343	738	1,213	1,864	2,513
Chi phí BH&QL	(193)	(251)	(389)	(510)	(689)
Thu nhập khác	1.34	112	14.4	0	0
Chi phí khác	(9.88)	(5.04)	(3.23)	0	0
EBIT	142	594	835	1,354	1,825
Lãi vay thuần	(117)	(201)	(249)	(374)	(483)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	24.5	393	586	980	1,341
Chi phí thuế TNDN	5.81	(69.4)	(19.2)	(173)	(237)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(3.43)	(1.25)	(2.19)	(3.11)	(4.26)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	26.9	323	565	804	1,100
Lợi nhuận thuần ĐC	26.9	323	565	804	1,100
EBITDA ĐC	247	775	1,101	1,687	2,267
EPS (đồng)	187	1,350	1,858	2,645	3,620
EPS ĐC (đồng)	187	1,350	1,858	2,645	3,620
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	(21.5)	621	597
Đầu tư ngắn hạn	327	268	0	500	600
Phải thu khách hàng	1,105	511	483	592	794
Hàng tồn kho	1,593	2,152	1,778	2,233	3,219
Các tài sản ngắn hạn khác	28.3	38.6	24.1	37.6	52.9
Tổng tài sản ngắn hạn	3,148	3,130	2,264	3,984	5,263
TSCĐ hữu hình	2,332	3,283	4,197	5,378	7,306
TSCĐ vô hình	187	5.72	5.90	5.90	5.90
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	1,610	1,609	1,608
Tổng tài sản dài hạn	3,386	4,336	5,813	6,993	8,920
Tổng cộng tài sản	6,534	7,467	8,077	10,976	14,184
Nợ ngắn hạn	704	842	753	1,310	1,897
Phải trả người bán	2,188	1,802	1,436	2,163	2,794
Nợ ngắn hạn khác	69.7	86.9	59.1	81.2	117
Tổng nợ ngắn hạn	3,011	2,783	2,343	3,646	4,941
Nợ dài hạn	1,156	1,262	1,492	2,260	3,038
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	1,498	2,266	3,043
Tổng nợ phải trả	4,625	4,526	3,841	5,912	7,985
Vốn chủ sở hữu	1,898	2,931	4,225	5,050	6,181
Lợi ích cổ đông thiểu số	10.6	8.99	11.2	14.3	18.6
Tổng vốn chủ sở hữu	1,908	2,940	4,236	5,065	6,199
Tổng nợ phải trả và VCSH	6,534	7,467	8,077	10,976	14,184
BVPS (đ)	13,223	12,264	13,895	16,612	20,330
Nợ thuần*/(tiền mặt)	1,765	1,943	2,267	2,949	4,337

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	142	594	835	1,354	1,825
Khấu hao	(105)	(180)	(266)	(334)	(442)
Lãi vay thuần	(117)	(201)	(249)	(374)	(483)
Thuế TNDN đã nộp	(58.0)	(15.0)	(19.2)	(173)	(237)
Thay đổi vốn lưu động	(467)	(767)	67.5	173	(493)
Khác	(141)	(312)	(249)	(374)	(483)
LCT thuần từ HKKD	(420)	(319)	900	1,314	1,054
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	20.6	5.35	10.0
LCT thuần từ HĐĐT	(1,155)	(538)	(1,065)	(996)	(1,591)
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	(18.0)	324	514
Khác	0	(2.32)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	1,519	923	(18.0)	324	514
Tiền & tương đương tiền đầu kì	151	95.2	161	(21.5)	621
LCT thuần trong kỳ	(56.2)	66.0	(183)	642	(23.3)
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	95.2	161	(21.5)	621	597
Dòng tiền tự do	(1,431)	(1,404)	(185)	313	(547)

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	23.9	25.6	25.5
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	4.74	13.9	21.7	23.1	23.0
Tỷ suất LNT (%)	0.52	5.81	11.1	11.0	11.2
Thuế TNDN hiện hành (%)	(23.7)	17.6	3.27	17.6	17.6
Tăng trưởng doanh thu (%)	(26.6)	6.83	(8.55)	43.5	35.0
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(41.2)	214	42.1	53.3	34.4
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(97.6)	1,100	75.1	42.3	36.9
Tăng trưởng EPS (%)	(97.6)	620	37.7	42.3	36.9
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(97.6)	620	37.7	42.3	36.9
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	1.48	13.4	15.8	17.3	19.6
ROACE (%)	4.76	14.5	16.0	20.7	22.0
Vòng quay tài sản (lần)	0.92	0.79	0.65	0.77	0.78
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	(2.96)	(0.54)	1.08	0.97	0.58
Số ngày tồn kho	120	163	168	150	160
Số ngày phải thu	83.1	38.7	45.6	39.8	39.6
Số ngày phải trả	164	137	136	146	139
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	94.6	66.5	54.9	59.2	71.0
Nợ/tài sản (%)	28.9	28.2	28.4	32.9	35.2
EBIT/lãi vay (lần)	1.21	2.96	3.36	3.62	3.78
Nợ/EBITDA (lần)	7.67	2.72	2.09	2.14	2.20
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.05	1.12	0.97	1.09	1.07
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.22	1.72	2.35	1.73	1.42
EV/EBITDA ĐC (lần)	25.6	12.3	10.8	7.47	6.17
P/E (lần)	169	23.5	17.1	12.0	8.77
P/E ĐC (lần)	169	23.5	17.1	12.0	8.77
P/B (lần)	2.40	2.59	2.28	1.91	1.56
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