

**CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam (BAF)**

**Trung lập (từ khả quan)**

**Hàng tiêu dùng**

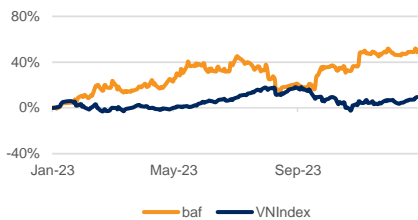
Giá hiện tại	VND25.650
Cao nhất/ Thấp nhất 52 tuần	VND26.350/17.250
Giá mục tiêu	VND29.200
Giá mục tiêu trước đó	VND26.700
Consensus	N/a
Tiềm năng tăng giá	13,2%
Tỷ suất cổ tức	0,0%
Tổng tỷ suất sinh lời	13,2%

Triển vọng	Khả quan
Định giá	Trung lập
Phân tích kỹ thuật NH	<a href="#">Kém khả quan</a>

Thị giá vốn (tr USD)	114.8	
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	2.9	
Sở hữu NN (tr USD)	75.5	
Số CP lưu hành (tr)	143.5	
Số CP sau pha loãng (tr)	143.5	
	<b>BAF</b>	<b>VNI</b>
P/E trượt	48,8x	14,1x
P/B hiện tại	1,4x	1,7x
ROA	1,0%	2,0%
ROE	3,1%	11,7%

\* dữ liệu 10/1/2024

**Diễn biến giá**



<b>Giá cổ phiếu (%)</b>	<b>1T</b>	<b>3T</b>	<b>12T</b>
ACV	-2,7	8,5	46,4
Tương quan VNIndex	-2,8	9,7	36,5

**Cơ cấu sở hữu**

Siba Holdings	20,5%
Bùi Hương Giang	13,3%
Khác	66,2%

**Tổng quan doanh nghiệp**

Được thành lập vào năm 2017, BAF tập trung vào chuỗi giá trị chăn nuôi lợn với 3 nhà máy sản xuất thức ăn chăn nuôi và 25 trang trại với quy mô trên 300.000 con lợn – nằm trong top 5 công ty chăn nuôi lợn nhất Việt Nam.

**Chuyên viên phân tích:**



**Hà Thu Hiền**

hien.hathu@vndirect.com.vn

**Lợi nhuận ròng tăng trưởng chậm từ mức đáy**

- Hạ khuyến nghị xuống TRUNG LẬP với tiềm năng tăng giá 13,2%. Chúng tôi nâng giá mục tiêu lên 9,4% khi giá cổ phiếu đã tăng 18,6% kể từ báo cáo gần nhất.
- Động lực chính cho sự thay đổi giá mục tiêu chủ yếu đến từ việc chuyển mô hình dự phóng sang 2024 và thay đổi giả định WACC.
- P/E trượt 12 tháng là 48,8 lần, phù hợp với triển vọng tăng trưởng của DN.

**Điểm nhấn tài chính**

- Doanh thu Q3/23 giảm 36,5% svck đạt 1.219 tỷ đồng (~49,6tr USD) do mảng kinh doanh nông sản giảm 46,7% svck trong khi đó DT mảng 3F tăng 13,2% svck.
- Biên LN gộp Q3/23 cải thiện nhẹ 0,4 điểm % nhờ biên LN gộp mảng 3F cải thiện.
- Tuy nhiên, biên LN ròng Q3/2023 giảm 5 điểm % svck do chi phí lãi vay tăng 9 lần svck sau khi BAF tăng vay nợ nhằm đầu tư các trang trại mới.

**Luân điểm đầu tư**

**Nhu cầu gia tăng thúc đẩy giá lợn hơi phục hồi trở lại**

Giá lợn hơi hiện tại thấp hơn 10,5% so với chi phí sản xuất/kg của các hộ chăn nuôi nhỏ lẻ, điều này khiến nhiều hộ chăn nuôi ngần ngại tái đàn trong 6T24. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ thịt lợn trong năm 2024 tăng 5% svck khi tình hình kinh tế dần phục hồi. Do đó, chúng tôi dự phóng giá lợn hơi cải thiện 5,0% svck trong năm 2024 từ mức nền thấp trong năm 2023 lên mức 56.400 đồng/kg.

**Mở rộng quy mô đàn hỗ trợ doanh thu tăng trưởng nhẹ trong 2024-25.**

Chúng tôi kỳ vọng DT của BAF cải thiện 6,9%/7,8% svck trong giai đoạn 2024-25. Doanh nghiệp đang có kế hoạch nâng tổng đàn thêm 40% svck lên 420.000 con. Ngoài ra, BAF sẽ tiếp tục mở rộng hệ thống phân phối sản phẩm thông qua chiến lược đa dạng hóa kênh phân phối.

**Giá nông sản hạ nhiệt hỗ trợ biên LN gộp cải thiện**

Chúng tôi dự phóng biên LN gộp của BAF tăng lần lượt 1,9/2,2/1,0 điểm % svck lên 8,5%/10,7%/11,7% trong năm 2023/24/25. Theo Worldbank, giá nông sản toàn cầu (nguyên liệu chính cho thức ăn chăn nuôi) dự kiến giảm 6,5% svck vào năm 2024. Do đó chúng tôi kỳ vọng giá thức ăn chăn nuôi tiếp tục giảm nhẹ trong năm 2024, sẽ hỗ trợ biên LN gộp của BAF cải thiện do chi phí đầu vào giảm.

**Tuy nhiên, đầu tư các trang trại mới sẽ kéo theo chi phí lãi vay tăng mạnh**

Chi phí xây dựng trang trại của BAF chủ yếu đến từ vay nợ dài hạn. Do đó, với mục tiêu tổng đàn lợn tăng trưởng kép 40,6% trong giai đoạn 2023-26, chúng tôi cho rằng doanh nghiệp sẽ cần một khoản vay lớn. Do đó, chi phí lãi vay cao sẽ gây áp lực lên tăng trưởng LN ròng trong giai đoạn 2023-25. Chúng tôi dự phóng LN ròng giảm 70,4% svck trong năm 2023 và cải thiện 108,3%/39,3% svck trong năm 2024-25 từ mức nền thấp trong năm 2023. Tuy nhiên, so với năm 2022, lợi nhuận ròng vẫn thấp hơn 38,3%/14,1%.

**LN sụt giảm đẩy P/E lên cao**

Định giá P/E hiện tại của BAF tương đối cao. Mặc dù chúng tôi dự phóng LN ròng tăng trưởng 108,3% svck trong năm 2024, nhưng vẫn thấp hơn 38,3% sv LN ròng năm 2022 là 292 tỷ đồng (12 triệu USD). Do đó, mức P/E mục tiêu là 21 lần trong 2024 vẫn cao hơn P/E trung bình năm 2022 là 13 lần.

<b>Financial summary</b>	<b>12-22A</b>	<b>12-23E</b>	<b>12-24E</b>	<b>12-25E</b>
Tăng trưởng DT thuần	(32,5%)	(34,4%)	6,9%	7,8%
Tăng trưởng EPS	(9,2%)	(70,4%)	108,3%	39,3%
Biên lợi nhuận gộp	6,9%	8,5%	10,7%	11,7%
Biên LN ròng	4,1%	1,9%	3,6%	4,7%
P/E (x)	12,6	42,4	20,4	14,6
Rolling P/B (x)	2,1	2,0	1,8	1,6
ROAE	18,2%	4,8%	9,4%	11,7%
Nợ ròng trên vốn chủ sở hữu	48,3%	92,4%	89,3%	80,4%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

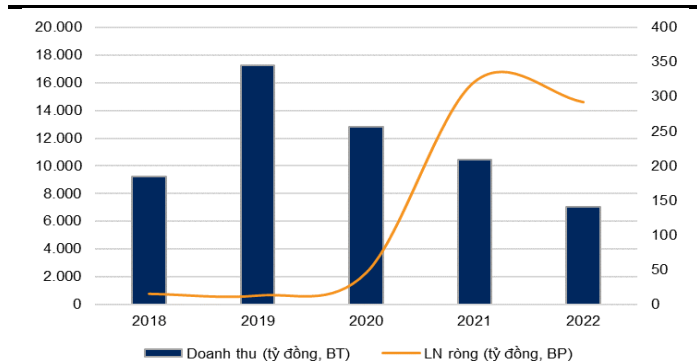
## Tổng quan doanh nghiệp: Ngôi sao mới nổi trong mô hình 3F

CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam (BAF) được thành lập vào tháng 4/2017 với vốn điều lệ ban đầu là 30 tỷ đồng (~1,2 triệu USD). BAF được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP Hồ Chí Minh từ T12/2021.

Hoạt động kinh doanh của BAF ban đầu tập trung vào kinh doanh nông sản tự nhiên đến T3/2019, BAF đã tái cấu trúc hệ thống trang trại và phát triển kinh doanh sang mảng Thức ăn chăn nuôi và Thực phẩm. Theo ban lãnh đạo, kinh doanh nông sản có tiềm năng nhưng đặt ra nhiều thách thức cho một doanh nghiệp mới như BAF. Vì vậy, từ đầu năm 2020, công ty quyết định thay đổi chiến lược và hiện đang vận hành hệ thống Trang trại – Thức ăn chăn nuôi – Thực phẩm (3F) tích hợp theo chiều dọc. Hiện BAF đang vận hành 3 nhà máy thức ăn chăn nuôi phục vụ nhu cầu nội bộ, 28 trang trại với công suất 300.000 con lợn và chuẩn bị xây dựng 2 nhà máy chế biến thịt tại Bình Phước và Hòa Bình với công suất 240 con lợn thịt/giờ.

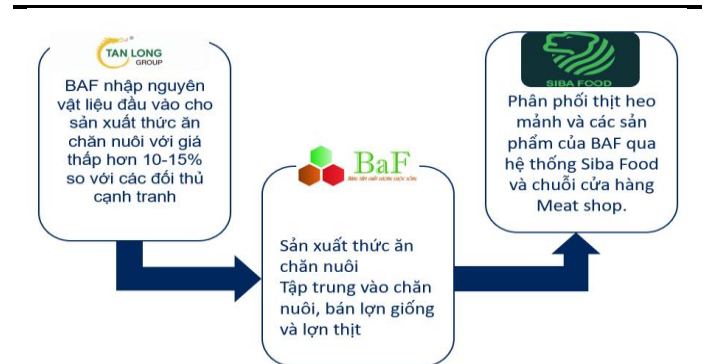
BAF là một mảnh ghép trong hệ sinh thái của Tập đoàn Tân Long - đơn vị dẫn đầu về nhập khẩu nguyên liệu thức ăn chăn nuôi tại Việt Nam. Tân Long không chỉ kinh doanh nông sản mà còn đầu tư chuỗi giá trị khép kín của ngành chăn nuôi. BAF là chìa khóa để Tập đoàn Tân Long thực hiện mô hình 3F. Nhờ sự hỗ trợ từ Tập đoàn Tân Long, BAF có thể tiếp cận nguồn nguyên liệu đầu vào với giá cả hợp lý và ổn định. Từ đó, chi phí thức ăn chăn nuôi của BAF thấp hơn 10-15% so với các đối thủ cạnh tranh, theo ban lãnh đạo.

Hình 1: DT và LN ròng của BAF giai đoạn 2018-2021



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

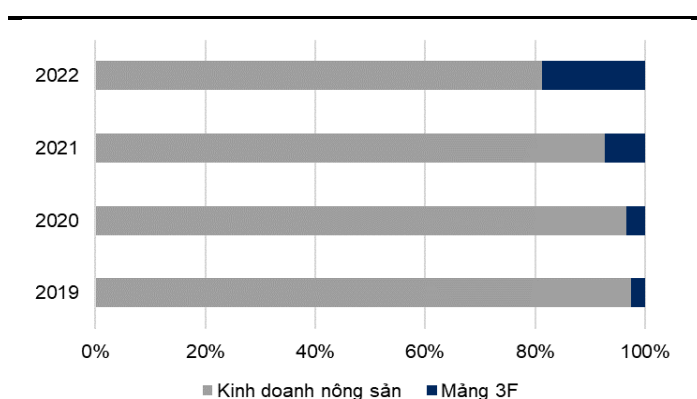
Hình 2: Hệ sinh thái của Tập đoàn Tân Long



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

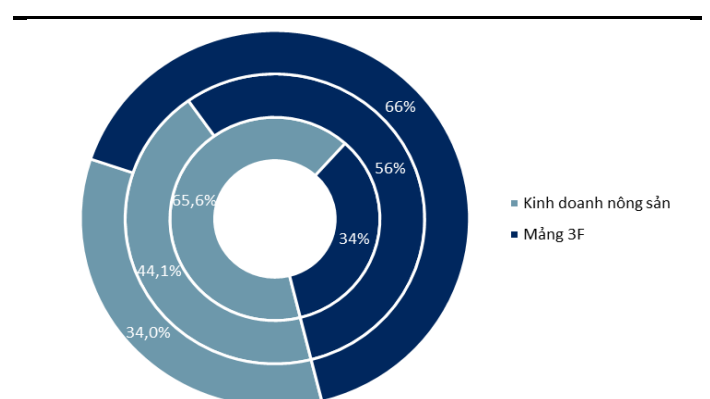
Kinh doanh nông sản đồng chiếm tỷ trọng lớn nhất trong doanh thu 9T23 với 74%, tiếp theo là mảng 3F với 35%. Tuy nhiên, mảng 3F đóng góp 80,5% lợi nhuận gộp với biên lợi nhuận gộp cao khoảng 25,9% so với mức 1,9% trong mảng kinh doanh nông sản.

Hình 3: Cơ cấu DT của BAF theo từng mảng kinh doanh (đơn vị: %)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 4: Cơ cấu LN gộp của BAF theo từng mảng kinh doanh (%)



Vòng tròn trong: 2020 – vòng tròn giữa: 2021 – vòng tròn ngoài: 2022  
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Tóm tắt KQKD: Chi phí lãi vay cao gây áp lực lên kết quả kinh doanh

Hình 5: Kết quả kinh doanh Q3/23 và 9T23

Tỷ đồng	Q3/23	% svck	9T23	% svck	9T22/2022	9T23/2023
Doanh thu	1.219	-36,5%	3.625	-25,8%	69,4%	61,4%
Kinh doanh nông sản	846	-46,7%	2.678	-31,9%	68,6%	62,0%
Mảng 3F	379	13,2%	928	-2,8%	72,7%	58,8%
LN gộp	143	-33,6%	299	-29,3%	87,1%	58,2%
Chi phí QL&BH	50	13,4%	138	27,7%	69,7%	74,5%
Chi phí tài chính	(41)	834,7%	(83)	N/a	N/a	93,3%
LN trước thuế	41	-77,5%	59	-82,4%	96,6%	24,8%
LN ròng	39	-75,2%	51	-82,2%	97,8%	25,3%
Biên LN gộp	11,8%	0,5 đ %	8,2%	-0,4 đ %	1,8 đ %	-0,4 đ %
Biên LN ròng	3,2%	-5,0 đ %	1,4%	-4,4 đ %	1,7 đ %	-1,9 đ %

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Kinh doanh nông sản giảm ảnh hưởng tới tăng trưởng doanh thu

Doanh thu Q3/23 giảm 36,5% svck xuống còn 1.219 tỷ đồng (~49,6 triệu USD) do mảng kinh doanh nông sản giảm 46,7% svck, phù hợp với định hướng tập trung vào hoạt động chăn nuôi của doanh nghiệp. Trong khi đó, doanh thu mảng 3F tăng 13,2% svck, nhờ sản lượng bán ra tăng 27,5% svck trong khi giá bán giảm 7,5% svck, theo ước tính của chúng tôi. Theo ban lãnh đạo, trong Q3/23, BAF đã đưa 4 trang trại mới vào hoạt động, nâng tổng số trang trại đang hoạt động lên 25 trang trại và tổng đàn lên 30% svck.

### Mảng 3F chiếm tỷ trọng cao hỗ trợ biên LN gộp ổn định

Biên LN gộp trong Q3/23 của BAF tăng 0,4 điểm % svck nhờ sự thay đổi trong cơ cấu LN gộp với tỷ trọng đóng góp cao từ mảng 3F có biên LN gộp cao hơn so với mảng kinh doanh nông nghiệp. Trong Q3/23, biên LN gộp của mảng 3F đạt 34,3%, đóng góp 91,1% vào LN gộp Q3/23 (so với 82,4% trong Q3/22).

### Chi phí lãi vay tăng gây áp lực lên LN ròng Q3/23

Trong Q3/23, chi phí lãi vay tăng gấp 9 lần svck, chủ yếu do tổng vay nợ ngắn hạn và dài hạn tăng 85,6% svck. Chúng tôi cho rằng doanh nghiệp tăng vay nợ để đầu tư xây dựng trang trại mới trong giai đoạn nửa cuối 2023 và 6T24. Trong Q3/23, chi phí đầu tư của BAF đạt 240 tỷ đồng (+38,1% svck) chủ yếu đến từ vay nợ ngắn hạn, theo ước tính của chúng tôi.

Do đó, biên LN ròng giảm 5,0 điểm% svck. Ngoài ra, trong Q3/22, BAF ghi nhận tăng trưởng LN ròng đạt mức kỷ lục kể từ khi niêm yết, điều này khiến LN ròng trong Q3/23 giảm 77,5% svck, xuống còn 39 tỷ đồng (~1,5 triệu USD). Trong 9T2023, LN ròng của BAF đạt 51 tỷ đồng (~2 triệu USD, giảm 82,2% svck), thấp hơn và hoàn thành 25,3% dự phóng cả năm của chúng tôi.

Tuy nhiên, biên LN ròng trong Q3/23 của BAF đạt 3%, cải thiện đáng kể sv mức 0,5% trong Q2/23, giúp LN ròng tăng mạnh 390% so với quý trước. Nguyên nhân chủ yếu do giá lợn hơi tăng 6,1% sv quý trước và 3 trang trại mới đi vào hoạt động trong tháng 6 giúp tăng nguồn cung thịt ra thị trường.

## Triển vọng 2024-25: Dàn dần phục hồi từ 2024

### Thay đổi dự phóng 2023-25

Hình 6: Thay đổi dự phóng 2023-25

Unit: VNDbn	Cũ			Mới						Chú thích
	FY23	FY24	FY25	FY23	% svck	FY24	% svck	FY25	% svck	
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>5.902</b>	<b>6.338</b>	<b>6.888</b>	<b>4.622</b>	<b>-34,4%</b>	<b>4.939</b>	<b>6,9%</b>	<b>5.325</b>	<b>7,8%</b>	
Kinh doanh nông sản	4.319	4.363	4.489	3.362	-41,4%	3.396	1,0%	3.495	2,9%	Chúng tôi hạ dự phóng sản lượng bán xuống 22,8%/20,8%/20,8% trong 2023-25 so với dự phóng cũ nhằm phù hợp với số liệu trong 9T23.
Màng 3F	1.580	1.971	2.396	1.258	-4,2%	1.540	22,5%	1.828	18,7%	Chúng tôi hạ dự phóng sản lượng bán xuống 30,9%/15,6%/9,6% trong 2023-25 do nhu cầu tiêu thụ thịt thấp hơn dự kiến trong 9T23 và giảm giá bán xuống 2,3%/0,8%/0,8%.
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>513</b>	<b>585</b>	<b>678</b>	<b>394</b>	<b>-18,7%</b>	<b>530</b>	<b>34,5%</b>	<b>622</b>	<b>17,3%</b>	
Biên LN gộp	8,7%	9,2%	9,8%	8,5%	1,6đ %	10,7%	2,2đ %	11,7%	0,9đ %	
<b>Chi phí BH và QLDN</b>	<b>186</b>	<b>208</b>	<b>239</b>	<b>179</b>	<b>15,0%</b>	<b>198</b>	<b>10,5%</b>	<b>223</b>	<b>12,9%</b>	
% chi phí BH và QLDN/DT	3,2%	3,3%	3,5%	3,9%	1,7đ %	4,0%	0,1đ %	4,2%	0,2đ %	
<b>EBIT</b>	<b>327</b>	<b>377</b>	<b>439</b>	<b>216</b>	<b>-34,6%</b>	<b>333</b>	<b>54,4%</b>	<b>399</b>	<b>19,9%</b>	
Biên EBIT	5,5%	5,9%	6,4%	4,7%	0,0đ %	6,7%	2,1đ %	7,5%	0,8đ %	
<b>Chi phí tài chính</b>	<b>(113)</b>	<b>(106)</b>	<b>(105)</b>	<b>(138)</b>	<b>439,7%</b>	<b>(124)</b>	<b>-9,9%</b>	<b>(108)</b>	<b>-13,3%</b>	
Chi phí lãi vay	(111)	(104)	(102)	(137)	333,3%	(123)	-10,1%	(106)	-13,6%	Chúng tôi tăng nợ ngắn hạn lên 24,4%/62,4%/61,1% trong 2023-25 so với dự phóng trước đó do chúng tôi cho rằng công ty sẽ tiếp tục vay nợ nhằm tài trợ cho các dự án xây dựng trang trại sắp tới.
<b>Chi phí thuế</b>	<b>38</b>	<b>44</b>	<b>55</b>	<b>14</b>	<b>-74,8%</b>	<b>34</b>	<b>143,6%</b>	<b>48</b>	<b>39,3%</b>	
Thuế suất	16,0%	16,0%	16,0%	14,0%	-2,0đ %	16,0%	2,0đ %	16,0%	0,0đ %	
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>200</b>	<b>232</b>	<b>286</b>	<b>86</b>	<b>-70,4%</b>	<b>180</b>	<b>108,3%</b>	<b>251</b>	<b>39,3%</b>	
Biên LN ròng	3,4%	3,7%	4,2%	1,9%	-2,3đ %	3,6%	1,8đ %	4,7%	1,1đ %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Động lực tăng trưởng doanh thu 2024 đến từ màng 3F

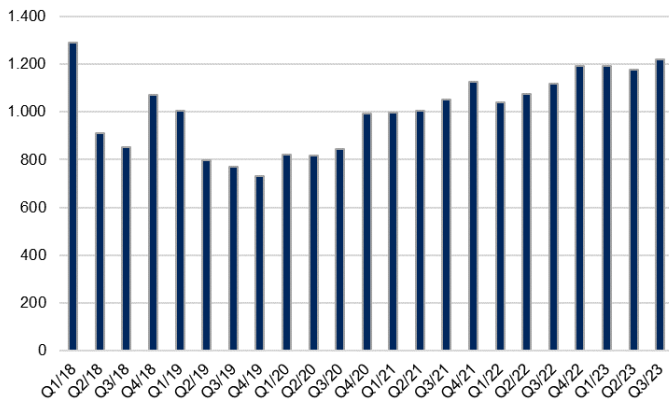
#### Nhu cầu gia tăng thúc đẩy giá lợn hơi phục hồi trở lại

Trong năm 2023, giá lợn giảm 5,2% svck xuống còn 53.700 đồng/kg, thấp hơn 10,5% so với chi phí sản xuất/kg của các hộ chăn nuôi nhỏ lẻ. Trong 2024, chúng tôi kỳ vọng giá lợn tăng 5,0% svck từ mức nền thấp trong năm 2023 lên 56.400 đồng/kg do nhu cầu tiêu thụ thịt lợn tăng 5% svck trong khi nguồn cung trong nước vẫn ổn định.

Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ thịt lợn sẽ tăng 5% svck trong năm 2024. Chúng tôi cho rằng tình hình kinh tế dần khởi sắc sẽ kích thích chi tiêu của người tiêu dùng. Hơn nữa, ngành du lịch dự kiến sẽ đón một lượng lớn khách quốc tế tới Việt Nam, qua đó đẩy mạnh các hoạt động ăn uống, giải trí trong năm 2024.

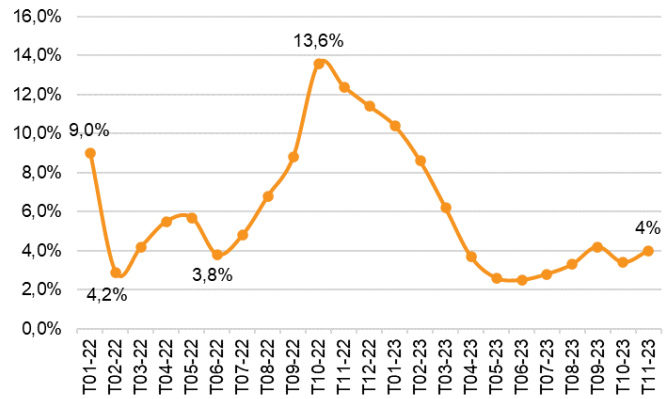
Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng nguồn cung thịt lợn duy trì ở mức ổn định (+4% svck, theo Tổng cục Thống kê) trong năm 2024. Năm 2023, sản lượng thịt lợn vẫn ở mức cao do tác động phức tạp của dịch tả lợn châu Phi (ASF) dẫn đến việc các hộ chăn nuôi nhỏ lẻ bán tháo nhằm chạy dịch. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy đang có sự thay đổi trong cơ cấu ngành chăn nuôi, trong đó số hộ chăn nuôi nhỏ lẻ đã giảm mạnh 50% từ 4 triệu hộ vào năm 2021 xuống còn 2 triệu hộ vào đầu năm 2023 trong khi các doanh nghiệp 3F vẫn tiếp tục mở rộng quy mô trang trại. Chúng tôi cho rằng điều này sẽ giúp ổn định nguồn cung thịt lợn trong những năm tới do các trang trại 3F tuân thủ vệ sinh an toàn chuồng trại ít bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh, qua đó tránh tình trạng bán tháo để chạy dịch trên thị trường.

**Hình 7: Nguồn cung thịt lợn Việt Nam duy trì ở mức cao trong 9T23 (đơn vị: nghìn tấn)**



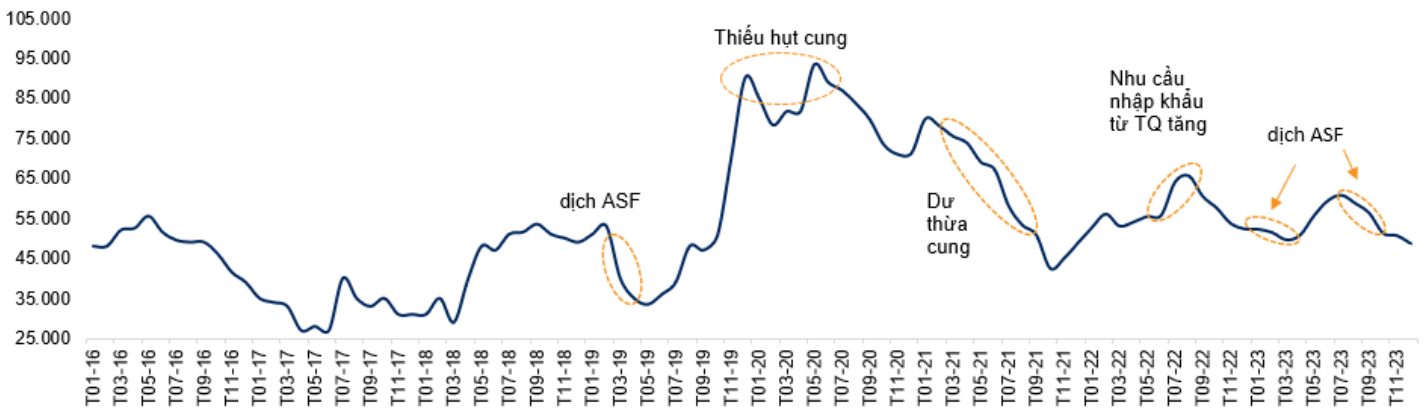
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, GSO

**Hình 8: Tốc độ tăng trưởng đàn lợn của Việt Nam svck từ T1/22 đến T11/23 (đơn vị: %)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, GSO

**Hình 9: Giá lợn nội địa giai đoạn 2016 - 23 (đơn vị: đồng/kg)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, ANOVA FEED

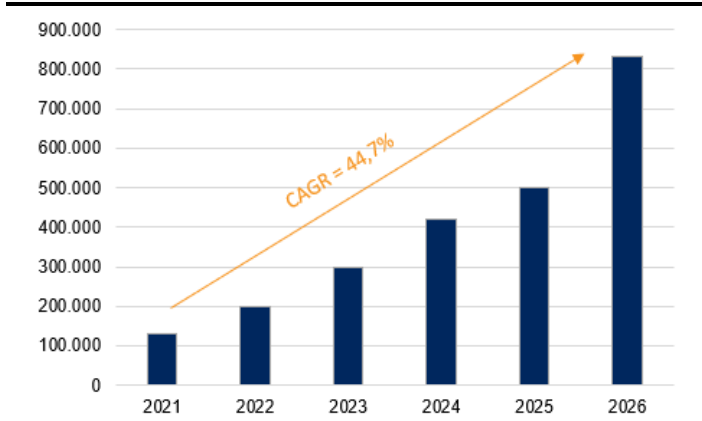
**Bắt đầu phục hồi từ Q1/24**

Năm 2023, BAF đầu tư thêm 7 trang trại mới tại Tây Ninh, trong đó 4 trang trại mới (Đông An Khánh, Nam An Khánh, Bắc An Khánh, Trại xanh 2) được đưa vào hoạt động từ Q2/23, nâng tổng đàn lợn lên tới 300.000 đàn (+50% svck). Năm 2024, doanh nghiệp có kế hoạch đưa hai trang trại mới vào hoạt động vào tháng 1 và một trang trại khác vào tháng 2. Cả ba trang trại mới này đều đang được xây dựng từ Q4/23. Chúng tôi kỳ vọng BAF sẽ tiếp tục đầu tư vào trang trại mới để nâng tổng đàn tăng 40% svck lên 420.000 con vào năm 2024.

Bên cạnh việc mở rộng quy mô đàn lợn, BAF còn mở rộng hệ thống phân phối để đảm bảo đầu ra sản phẩm:

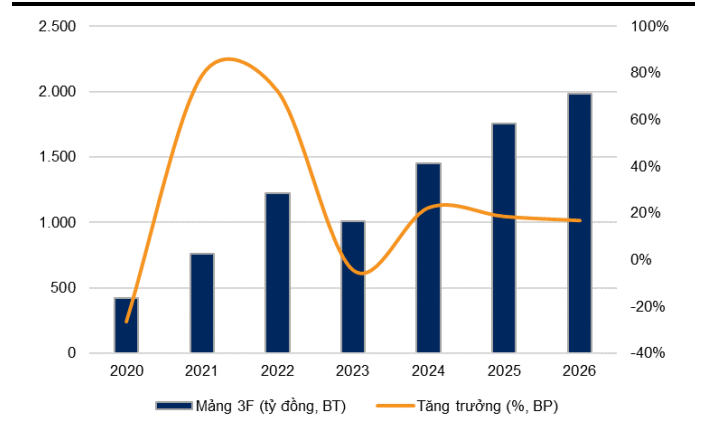
- T10/23, BAF chính thức giới thiệu sản phẩm “BAF Meat” vào Big C, GO! và Top market. Theo ban lãnh đạo, bên cạnh siêu thị Siba Food và cửa hàng Meat shops (chuỗi cửa hàng của BAF), doanh nghiệp cũng tiếp tục tìm kiếm các đối tác và siêu thị lớn khác để tăng độ phủ sản phẩm “BAF Meat”.
- Cũng cuối T10/2023, Tập đoàn Tân Long và hai đối tác Nhật Bản là Tập đoàn Nikkokutrust và Tập đoàn tài chính Tokyo Kiraboshi đã chính thức ký kết hợp đồng thành lập liên doanh tại Việt Nam để sản xuất và cung cấp suất ăn công nghiệp. Đặc biệt, Tập đoàn Tân Long chịu trách nhiệm cung cấp nguyên liệu đầu vào chính như gạo và thịt (từ BAF).
- T12/23, BAF cũng bắt đầu phân phối sản phẩm tại AEON Mall Hải Phòng và 17 cửa hàng AEON MaxValu tại các thành phố cấp 1.

Hình 10: Kế hoạch mở rộng đàn lợn của BAF (đơn vị: con)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 11: Doanh thu BAF dự phóng tăng trưởng 22,5%/18,7% svck trong năm 2024-25



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi kỳ vọng nhờ nỗ lực mở rộng quy mô đàn lợn cùng với chiến lược đa dạng hóa kênh phân phối nhằm tăng độ phủ sóng sản phẩm, sản lượng bán trong mảng 3F sẽ ghi nhận mức tăng trưởng đáng kể trong những năm tới. Trong năm 2023, chúng tôi dự phóng sản lượng thịt lợn bán ra sẽ giảm 28% svck do nhu cầu tiêu dùng yếu và BAF đã tích cực giữ lại một số lượng lớn heo con cai sữa để nuôi ở các trang trại mới thay vì bán làm lợn giống trong Q2/23 và Q3/23. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng sản lượng bán ra sẽ cải thiện đáng kể trong giai đoạn 2024-25 ở mức 37,3%/16,5% svck nhờ tổng đàn lợn tăng 40%/19% svck. Cùng với việc giá bán giảm 3,0% svck vào năm 2023 và tăng 4,0%/1,0% svck vào năm 2024/25, chúng tôi dự phóng DT mảng 3F giảm 4,3% svck vào năm 2023 và quay trở lại tăng trưởng 22,5%/18,7% svck vào năm 2024 /25.

Trong khi đó, chúng tôi dự phóng DT thương mại nông sản giảm 41,4% svck trong năm 2023 và tăng nhẹ 1,0%/2,9% svck trong năm 2024-25. Do đó, chúng tôi kỳ vọng BAF ghi nhận DT thuần giảm 34,4% svck trong năm 2023 và cải thiện 6,9%/7,8% svck trong năm 2024-25.

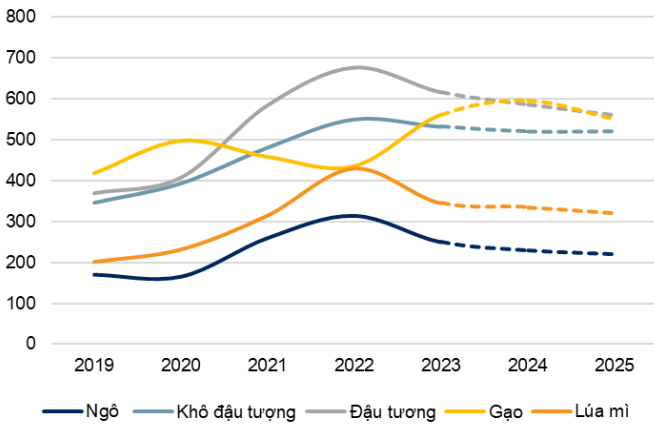
### Lợi nhuận ròng quay lại đà tăng trưởng

#### Giá nông sản hạ nhiệt hỗ trợ biên LN gộp cải thiện

Theo World Bank dự phóng, giá nông sản toàn cầu (nguyên liệu chính làm thức ăn chăn nuôi) giảm 6,5% svck trong năm 2024. Trong đó, nguồn cung ngô toàn cầu dự kiến sẽ phục hồi đáng kể trong năm 2024 do điều kiện thời tiết thuận lợi hơn ở Argentina, Brazil và Mỹ, trong khi nguồn cung lúa mì sẽ ổn định ở mức ngang với năm 2023. Tại Việt Nam, thức ăn chăn nuôi đã ghi nhận 5 đợt giảm giá trong năm 2023, giảm khoảng 11% svck năm 2022 theo ước tính của chúng tôi. Chúng tôi kỳ vọng giá thức ăn chăn nuôi sẽ tiếp tục giảm nhẹ vào năm 2024, giảm nhẹ chi phí đầu vào cho các doanh nghiệp chăn nuôi và nông dân.

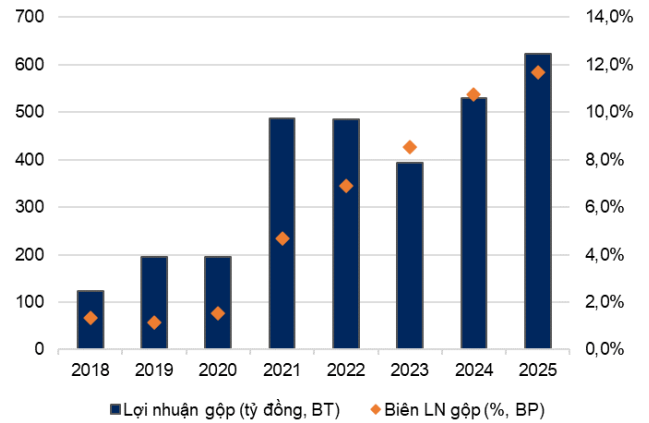
Do đó, chúng tôi kỳ vọng phân khúc 3F sẽ đóng góp 85,5%/94,3%/95,6% vào LN gộp của BAF trong năm 2023/24/25 (từ mức 66,0% trong năm tài chính 22), với biên LN gộp tăng tương ứng 3,3/5,7/0,1 điểm % svck nhờ chi phí đầu vào giảm. Cuối cùng, chúng tôi dự phóng biên LN gộp của BAF tăng lần lượt 1,9/2,2/1,0 điểm % svck lên mức 8,5%/10,7%/11,7% trong năm 2024-25.

**Hình 12: Giá nông sản toàn cầu được dự phóng sẽ giảm vào năm 2024 do nguồn cung cải thiện (đơn vị: USD/tấn)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, WORLDBANK

**Hình 13: Chúng tôi dự phóng biên LN gộp của BAF tăng 1,9/2,2/1,0 điểm % svck trong năm 2023/24/25.**



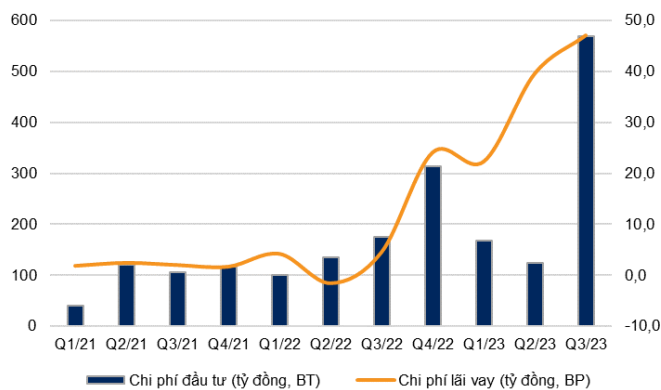
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Đầu tư các trang trại mới sẽ kéo theo chi phí lãi vay tăng mạnh

Chúng tôi nhận thấy chi phí xây dựng trang trại của BAF chủ yếu được tài trợ bằng nợ dài hạn. Do đó, với mục tiêu đàn lợn tăng trưởng kép 40,6% trong giai đoạn 2023-26, chúng tôi cho rằng doanh nghiệp sẽ có nhu cầu vay vốn lớn. Do đó, chi phí lãi vay cao sẽ gây áp lực lên tăng trưởng LN ròng trong giai đoạn 2023-25. Chúng tôi dự phóng tổng nợ sẽ đạt 1.805 tỷ đồng/1.935 tỷ đồng/2.012 tỷ đồng trong năm 2024-25 (so với 956 tỷ đồng trong năm 2022), kéo theo chi phí lãi vay tăng 3,5 lần svck lên 137 tỷ đồng trong năm 2023. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng chi phí lãi vay có thể giảm nhẹ 10%/14% svck trong năm 2024-25 nhờ lãi suất cho vay giảm so với năm 2023.

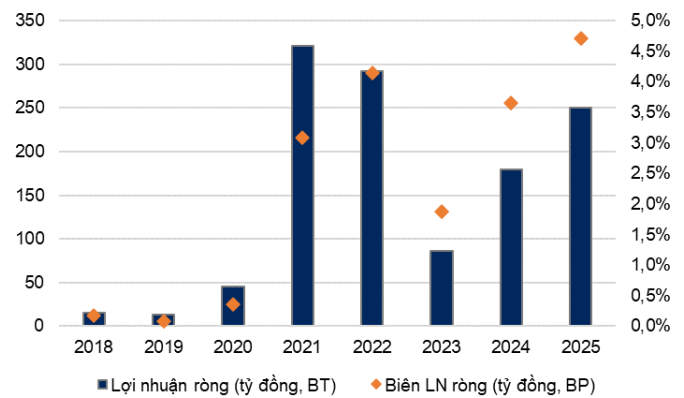
Trong năm 2023, chúng tôi dự phóng LN ròng giảm 70,4% svck, chủ yếu do 1) DT giảm 34,4% svck; và 2) chi phí lãi vay tăng 333,3% svck. Trong năm 2024-25, chúng tôi dự phóng LN ròng cải thiện đáng kể 108,3%/39,3% svck trên mức nền thấp của năm 2023 nhờ 1) DT tăng 6,9%/7,8% svck và 2) biên LN gộp tăng 2,2/1,0 điểm % svck. Tuy nhiên, so với năm 2022, lợi nhuận ròng vẫn thấp hơn 38,3%/14,1%.

**Hình 14: Vốn đầu tư và chi phí lãi vay của BAF từ Q1/21 đến Q3/23**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 15: LN ròng và biên LN ròng của BAF trong 2018-25**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Định giá: Hạ Khuyến nghị xuống Trung lập

Chúng tôi hạ khuyến nghị từ **Khả quan xuống Trung lập** do chúng tôi cho rằng định giá của BAF tương đối cao. Mặc dù chúng tôi dự phóng LN ròng tăng trưởng 108,3% svck trong năm 2024, nhưng vẫn thấp hơn 38,3% sv LN ròng năm 2022 là 292 tỷ đồng (12 triệu USD). Do đó, mức P/E mục tiêu là 21 lần trong 2024 vẫn cao hơn P/E trung bình năm 2022 là 13 lần.

**Định giá của chúng tôi dựa trên** sự kết hợp tỷ trọng bằng nhau giữa định giá DCF và EV/EBITDA.

- Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu dựa trên DCF tăng 9,6% dựa trên: 1) chuyển năm cơ sở mô hình dự phóng DCF sang năm 2024, 2) giảm WACC từ 10,9% xuống 9,2% do chúng tôi hạ lãi suất phi rủi ro từ 3% xuống 2,7% (dựa trên lợi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm tính đến ngày 30 tháng 9) và [phần bù rủi ro thị trường](#) từ 10% xuống 9,6%.
- Giá mục tiêu dựa trên EV/EBITDA tăng 11,5% do sử dụng EV/EBITDA mục tiêu 9,0 lần (EV/EBITDA trung bình) áp dụng cho EBITDA năm 2024.

**Tiềm năng tăng giá bao gồm** 1) nhu cầu tiêu thụ thịt cao hơn dự kiến và 2) giá lợn hơi cao hơn dự kiến.

**Rủi ro giảm giá bao gồm** 1) tiêu thụ thịt thấp hơn dự kiến, 2) việc mở rộng các trang trại mới chậm hơn dự kiến và 3) giá đầu vào nguyên liệu sản xuất thức ăn chăn nuôi tăng nhanh hơn dự kiến.

Hình 16: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	29.442	50%	14.721
EV/EBITDA	29.000	50%	14.500
Giá trung bình (đ/cp)			29.221
Giá mục tiêu (đ/cp)			<b>29.200</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Định giá: Phương pháp (EV/EBITDA)

EBITDA 2024 (tỷ đồng)	623
Hệ số EV/EBITDA mục tiêu (lần)	9,0
Tổng nợ (tỷ đồng)	1.935
Lợi ích cổ đông thiểu số (tỷ đồng)	0
Tiền và tương đương tiền (tỷ đồng)	531
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	<b>4.201</b>
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	143,5
<b>Giá cổ phiếu (đ/cp)</b>	<b>29.000</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: Giá định

Chi phí sử dụng vốn	
Beta	0,8
Phần bù rủi ro thị trường	9,6%
Lãi suất phi rủi ro	2,7%
Chi phí vốn CSH	10,4%
Chi phí sử dụng nợ	7,6%
Thuế DN	16,0%
WACC	8,4%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: Giá mục tiêu

Phương pháp DCF	Giá trị	Đơn vị
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	2.931	tỷ đồng
Giá trị hiện tại của năm cuối mô hình	2.712	tỷ đồng
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>5.643</b>	<b>tỷ đồng</b>
Nợ ròng	(1.418)	tỷ đồng
Giá trị vốn CSH	4.225	tỷ đồng
SL cổ phiếu	144	triệu
<b>Giá cổ phiếu</b>	<b>29.442</b>	<b>đồng/cp</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH



Hình 20: Định giá DCF – Tóm tắt dự phóng dòng tiền (FCF)

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
<b>EBIT</b>	<b>333</b>	<b>399</b>	<b>429</b>	<b>464</b>	<b>489</b>	<b>511</b>	<b>540</b>	<b>577</b>	<b>625</b>
Khấu hao	290	373	423	506	588	671	754	836	915
Đầu tư tài sản cố định	(772)	(772)	(448)	(448)	(448)	(448)	(448)	(448)	(448)
Thay đổi vốn lưu động	79	93	46	46	49	50	52	55	58
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>(70)</b>	<b>93</b>	<b>451</b>	<b>568</b>	<b>678</b>	<b>784</b>	<b>898</b>	<b>1.020</b>	<b>1.151</b>
Chi phí thuế	(34)	(48)	(56)	(64)	(70)	(75)	(80)	(86)	(94)
<b>Dòng tiền tự do doanh nghiệp</b>	<b>(104)</b>	<b>45</b>	<b>395</b>	<b>504</b>	<b>608</b>	<b>709</b>	<b>818</b>	<b>935</b>	<b>1.057</b>
Giá trị năm cuối mô hình									6.596
<b>Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do</b>	<b>(96)</b>	<b>39</b>	<b>310</b>	<b>365</b>	<b>407</b>	<b>437</b>	<b>466</b>	<b>491</b>	<b>512</b>
Giá trị hiện tại của giá trị năm cuối mô hình									2.712

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: So sánh với các DN khác trong ngành (dữ liệu ngày 08/01/2024)

Công ty	Quốc gia	Doanh thu trượt 12T		LN ròng trượt 12T		D/E	ROE	P/E trượt 12T	P/E điều chỉnh	P/B
		Vốn hóa Tr USD	Tr USD	svck %	Tr USD					
Charoen pokphand foods PUB	Thái Lan	4.556	17.108	0,8	-69	N/a	190,4	-1,6	N/a	0,7
Thai union group PCL	Thái Lan	1.941	4.015	-9,2	147	-43,3	79,7	6,5	16,5	1,0
DABACO corp	Việt Nam	268	469	-7,9	-2	N/a	108,0	-4,3	N/a	1,4
Masan MeatLife Corporation	Việt Nam	419	278	-2,9	-19	N/a	95,8	-2,7	N/a	1,9
Hoang Anh Gia Lai JSC	Việt Nam	495	273	57,6	41	-3,9	140,3	18,7	14,2	2,3
Henan Shuanghui Investment & D	Trung Quốc	12.913	9.133	6,7	847	7,4	66,2	29,1	16,4	4,6
Trung bình				-1,1		-3,9	101,9	2,5	16,4	1,6
Trung vị				7,5		-13,3	113,4	7,6	15,7	2,0
<b>CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam</b>	<b>Việt Nam</b>	<b>151</b>	<b>238</b>	<b>-7,5</b>	<b>2</b>	<b>-84,2</b>	<b>114,2</b>	<b>2,8</b>	<b>48,8</b>	<b>1,4</b>

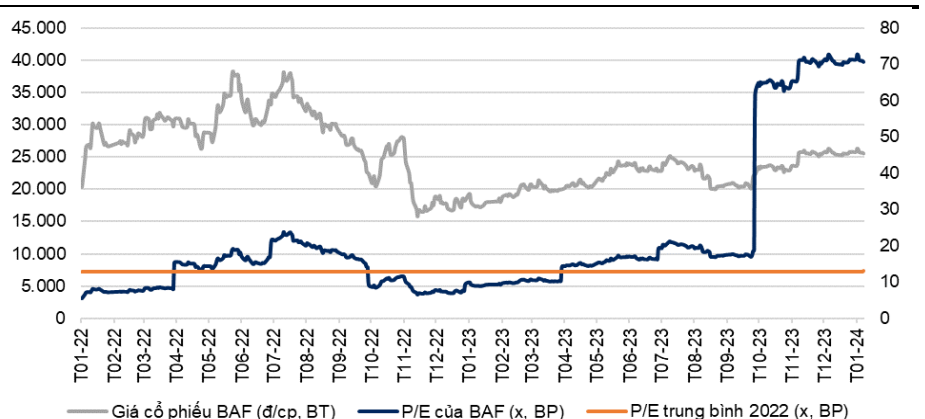
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 22: Phân tích độ nhạy của định giá

	9,5%	9,8%	10,1%	10,4%	10,7%	11,0%	11,3%
0,1%	30.400	29.900	29.300	28.800	28.400	27.900	27.500
0,4%	30.500	30.000	29.500	29.000	28.500	28.000	27.600
0,7%	30.700	30.100	29.600	29.100	28.600	28.100	27.700
<b>1,0%</b>	<b>30.800</b>	<b>30.300</b>	<b>29.700</b>	<b>29.200</b>	<b>28.700</b>	<b>28.200</b>	<b>27.700</b>
1,3%	31.000	30.400	29.900	29.300	28.800	28.300	27.800
1,6%	31.200	30.600	30.000	29.400	28.900	28.400	27.900
1,9%	31.400	30.800	30.200	29.600	29.100	28.500	28.000

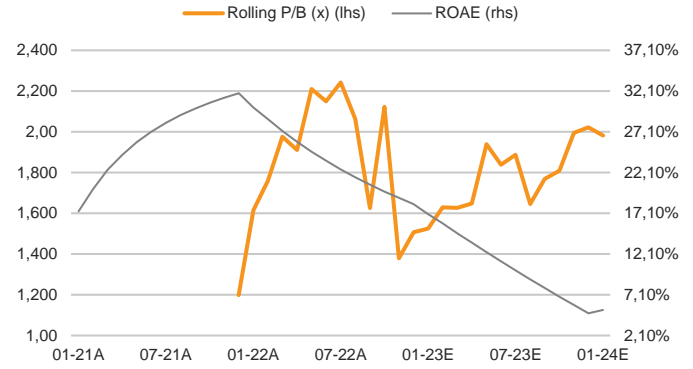
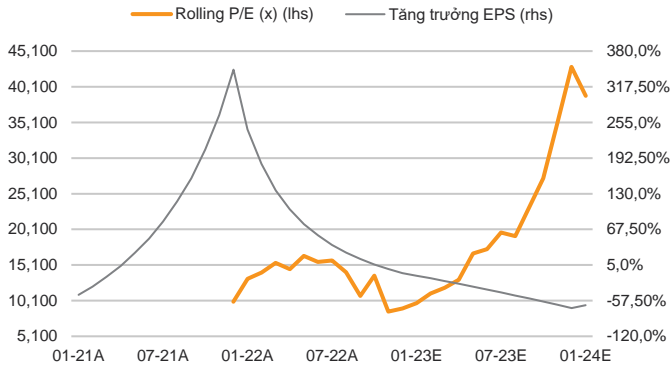
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 23: P/e và giá cổ phiếu của BAF từ T1/22 đến T1/23



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷVND)	12-23E	12-24E	12-25E
Doanh thu thuần	4.622	4.939	5.325
Giá vốn hàng bán	(4.227)	(4.409)	(4.703)
Chi phí quản lý DN	(91)	(100)	(113)
Chi phí bán hàng	(88)	(98)	(110)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>216</b>	<b>333</b>	<b>399</b>
EBITDA thuần	3	43	26
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>213</b>	<b>290</b>	<b>373</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>216</b>	<b>333</b>	<b>399</b>
Thu nhập lãi	23	6	7
Chi phí tài chính	(138)	(124)	(108)
Thu nhập ròng khác	0	0	0
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>101</b>	<b>214</b>	<b>299</b>
Thuế	(14)	(34)	(48)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>LN ròng</b>	<b>86</b>	<b>180</b>	<b>251</b>
Thu nhập trên vốn	86	180	251
Cổ tức phổ thông	0	0	0
<b>LN giữ lại</b>	<b>86</b>	<b>180</b>	<b>251</b>

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-23E	12-24E	12-25E
Tiền và tương đương tiền	110	136	189
Đầu tư ngắn hạn	277	395	426
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.104	1.179	1.271
Hàng tồn kho	508	543	586
Các tài sản ngắn hạn khác	564	242	73
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>2.563</b>	<b>2.495</b>	<b>2.545</b>
Tài sản cố định	1.879	2.366	2.774
Tổng đầu tư	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	411	436	466
<b>Tổng tài sản</b>	<b>4.853</b>	<b>5.297</b>	<b>5.785</b>
Vay & nợ ngắn hạn	624	617	666
Phải trả người bán	1.130	1.257	1.408
Nợ ngắn hạn khác	83	89	96
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>1.837</b>	<b>1.963</b>	<b>2.169</b>
Vay & nợ dài hạn	1.181	1.318	1.347
Các khoản phải trả khác	1	1	1
Vốn điều lệ và	1.435	1.435	1.435
LN giữ lại	391	571	821
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.835</b>	<b>2.016</b>	<b>2.268</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>4.853</b>	<b>5.297</b>	<b>5.785</b>

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-23E	12-24E	12-25E
<b>LN trước thuế</b>	<b>101</b>	<b>214</b>	<b>299</b>
Khấu hao	213	290	373
Thuế đã nộp	(14)	(34)	(48)
Các khoản điều chỉnh khác	0	0	0
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>(460)</b>	<b>79</b>	<b>93</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>(161)</b>	<b>549</b>	<b>717</b>
Đầu tư TSCĐ	(826)	(772)	(772)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	137	118	31
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(690)</b>	<b>(654)</b>	<b>(741)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	849	130	77
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	0	0
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>849</b>	<b>130</b>	<b>77</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	111	110	136
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>(1)</b>	<b>26</b>	<b>53</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	110	136	189

Các chỉ số cơ bản

	12-23E	12-24E	12-25E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	1,9%	3,6%	4,7%
Vòng quay TS	0,95	0,97	0,96
ROAA	1,8%	3,5%	4,5%
Đòn bẩy tài chính	2,72	2,64	2,59
ROAE	4,8%	9,4%	11,7%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	75,3	75,5	75,3
Số ngày nắm giữ HTK	43,9	45,1	45,5
Số ngày phải trả tiền bán	97,5	104,3	109,3
Vòng quay TSCĐ	2,78	2,33	2,07
ROIC	2,4%	4,6%	5,9%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,4	1,3	1,2
Khả năng thanh toán nhanh	1,1	1,0	0,9
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,2	0,3	0,3
Vòng quay tiền	21,7	16,3	11,5
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	(34,4%)	6,9%	7,8%
Tăng trưởng LN từ HKKD	(34,6%)	54,4%	19,9%
Tăng trưởng LN ròng	(70,4%)	108,3%	39,3%
Tăng trưởng EPS	(70,4%)	108,3%	39,3%

Nguồn: VND RESEARCH

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

**Khuyến nghị cổ phiếu** Định nghĩa:

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

**Khuyến nghị ngành** Định nghĩa:

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

---

### Barry Weisblatt - Giám đốc Phân tích

Email: [barry.weisblatt@vndirect.com.vn](mailto:barry.weisblatt@vndirect.com.vn)

### Hà Thu Hiền – Chuyên viên Phân tích

Email: [hien.hathu@vndirect.com.vn](mailto:hien.hathu@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>