

CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam (BAF)

Khả quan (từ Trung lập)

Hàng tiêu dùng

Giá hiện tại	VND28.200
Cao nhất/ Thấp nhất 52 tuần	VND28.200/VND19.700
Giá mục tiêu	VND33.100
Giá mục tiêu trước đó	VND29.200
Consensus	N.a
Tiềm năng tăng giá	17,8%
Tỷ suất cổ tức	0,0%
Tổng tỷ suất sinh lời	17,8%

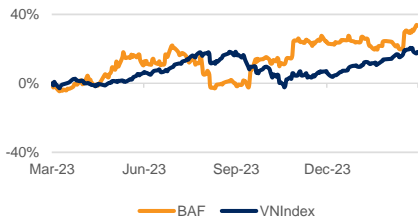
Triển vọng	Khả quan
Định giá	Khả quan
Phân tích kỹ thuật	Khả quan

Thị giá vốn (tr USD)	121,4
GTGDQBQ 3 tháng (tr USD)	3,0
Sở hữu NN (tr USD)	77,8
Số CP lưu hành (tr)	143,5
Số CP sau pha loãng (tr)	143,5

	BAF	VNI
P/E trượt	150,0x	14,5x
P/B hiện tại	1,6x	1,8x
ROA	0,3%	2,0%
ROE	1,1%	12,1%

* dữ liệu ngày 15/3/2024

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1M	3M	12M
BAF	10,1	11,2	37,1
Tương quan VNIndex	7,2	5,7	21,4

Cơ cấu sở hữu

Siba Holdings	40,5%
Bùi Hương Giang	3,3%
Khác	56,2%

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

Định giá ở mức hấp dẫn hơn

- Nâng khuyến nghị lên KHẢ QUAN với tiềm năng tăng giá 17,8%. Chúng tôi nâng giá mục tiêu lên 13,4%, giá cổ phiếu đã tăng 8% kể từ báo cáo gần nhất.
- Chúng tôi thay đổi giá mục tiêu dựa trên việc điều chỉnh WACC và dự phóng EPS.
- BAF đang giao dịch ở mức EV/EBITDA mục tiêu là 7,3x – thấp hơn 35,4% so với mức trung bình các công ty 3F trong khu vực.

Tiêu điểm tài chính

- Doanh thu thuần của BAF trong 2023 giảm 25,9% svck xuống 5.250 tỷ đồng (~213.9tr USD), hoàn thành 113,6% dự phóng cả năm. Trong 2024, chúng tôi dự phóng doanh thu tiếp tục giảm 24,2% svck do công ty có kế hoạch tập trung vào ngành chăn nuôi.
- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của BAF tăng trưởng 966%/46% svck trong 2024-25 lên 213 tỷ đồng/311 tỷ đồng nhờ biên LN gộp mở rộng.
- Chúng tôi dự phóng ROE năm 2024 tăng đáng kể lên 10,9% từ mức 1,1% trong 2023.

Luân điểm đầu tư

Kỳ vọng giá lợn hơi cải thiện

Giá lợn hơi tăng 8,8% svck trong ngày 12/03 nhờ 1) nguồn cung lợn hơi từ các hộ chăn nuôi nhỏ lẻ giảm trong khi 2) nhu cầu tiêu thụ tại các nhà máy xí nghiệp cải thiện nhẹ do số lượng nhân công và giờ làm tăng nhằm đáp ứng lượng đơn đặt hàng mới hồi phục trong 2T24. Chúng tôi kỳ vọng giá lợn hơi duy trì tăng 5%/1% svck trong 2024-25. Theo quan điểm của chúng tôi, số lượng hộ chăn nuôi nhỏ lẻ sẽ giảm dần do đã chịu lỗ trong 2 năm qua khi giá lợn vẫn duy trì ở mức thấp và luật 32/2018/QH14 về chăn nuôi ở Việt Nam đang dần được thực thi.

Mảng 3F: Công suất mở rộng đáng kể thúc đẩy năng suất tăng

Chúng tôi kỳ vọng tổng đàn của BAF tăng 50%/30% so với cùng kỳ trong năm 2024-25. Trong T3/2024, BAF dự kiến đưa vào hoạt động 5 trang trại mới gồm Hải Đăng 1, Hải Đăng 2, Hải Đăng 3 với tổng quy mô 5.000 lợn nái và 60.000 lợn thịt, Tân Châu (30.000 lợn thịt) và Tân Hưng (5.000 lợn nái). Trong năm 2024-25, công ty đặt mục tiêu mở rộng quy mô đàn nhanh chóng khi đưa 18 trang trại mới vào hoạt động.

Biên LN gộp mở rộng nhờ tập trung vào mảng 3F

Trong 2024-25, chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp tăng 7,2 điểm/4,1 điểm % svck lên 13,7%/17,8%, cao hơn 2,1/2,7 lần so với năm 2023 nhờ chiến lược tái cơ cấu của công ty. BAF có kế hoạch tập trung nhiều hơn vào phân khúc 3F, mảng chiếm 92,5% tổng LN gộp do biên LN gộp của mảng này cao gấp 10 lần so với kinh doanh nông sản. Do đó, chúng tôi dự phóng LN ròng của BAF tăng 10,7 lần lên 213 tỷ đồng (8,8tr USD) và tiếp tục ghi nhận mức tăng trưởng hai chữ số trong năm 2025.

Định giá hiện tại chưa phản ánh tiềm năng tăng trưởng ROE

BAF đang giao dịch ở mức EV/EBITDA mục tiêu là 7,3x – thấp hơn 35,4% so với mức trung bình các công ty 3F trong khu vực. Mức định giá này cho thấy thị trường vẫn chưa phản ánh mức ROE tiềm năng là 10,9% trong năm 2024 (cao hơn 20% so với mức lịch sử 2 năm), theo dự phóng của chúng tôi.

	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tăng trưởng DT thuần	(25,9%)	(24,2%)	(11,7%)	(4,4%)
Tăng trưởng EPS	(93,0%)	965,7%	46,1%	8,5%
Biên lợi nhuận gộp	6,5%	13,7%	17,8%	20,0%
Biên lợi nhuận ròng	0,4%	5,3%	8,9%	10,0%
P/E (x)	202,7	19,0	13,0	11,9
P/B (x)	1,9	2,0	1,7	1,7
ROAE	1,1%	10,9%	14,5%	14,2%
Nợ ròng trên vốn chủ sở hữu	91,9%	104,8%	93,5%	87,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

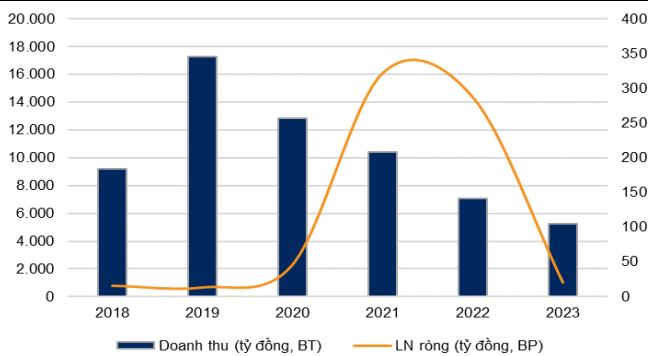
Tổng quan doanh nghiệp: Ngôi sao mới nổi trong mô hình 3F

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 T3/19, 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.

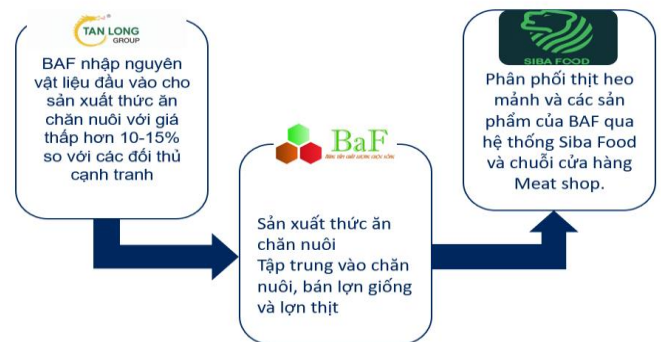
BAF là một mảnh ghép trong hệ sinh thái của Tập đoàn Tân Long - đơn vị dẫn đầu về nhập khẩu nguyên liệu thức ăn chăn nuôi tại Việt Nam. Tân Long không chỉ kinh doanh nông sản mà còn đầu tư chuỗi giá trị khép kín của ngành chăn nuôi. BAF là chìa khóa để Tập đoàn Tân Long thực hiện mô hình 3F. Nhờ sự hỗ 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 2018-23



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

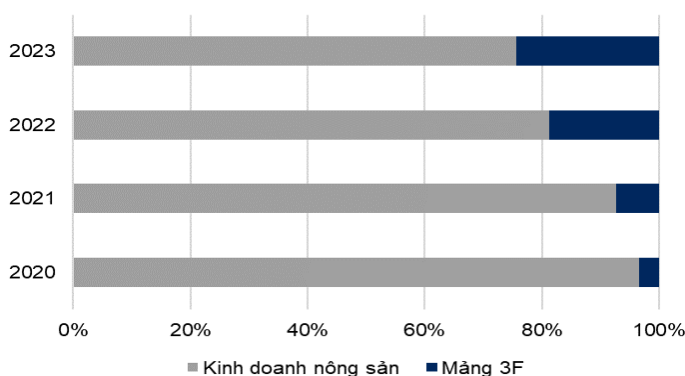
Hình 2: Hệ sinh thái của Tập đoàn Tân Long



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

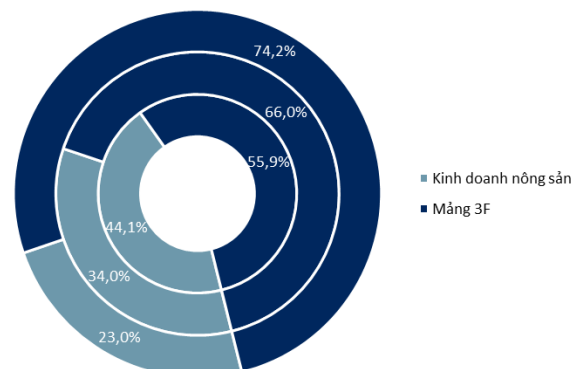
Kinh doanh nông sản đóng góp tỷ trọng lớn nhất trong DT năm 2023 với 74,9%, theo sau là mảng 3F với 24,6%. Tuy nhiên, mảng 3F đóng góp 74,2% LN gộp với biên LN gộp cao hơn (19,6%) so với 2,0% của mảng kinh doanh nông sản.

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: 2021 – Vòng giữa: 2022 – Vòng tròn ngoài: 2023

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Tóm tắt KQKD: KQKD dưới kỳ vọng bất chấp mùa cao điểm

Hình 5: Kết quả kinh doanh 4Q/23 và 2023

Tỷ đồng	Q4/23	svck	2023	So với dự phóng	
				svck	cả năm
Doanh thu	1.625	-24,7%	5.250	-25,9%	113,6%
Kinh doanh nông sản	1.260	-29,8%	3.934	-31,3%	117,0%
3F	364	0,8%	1.292	35,3%	102,7%
Lợi nhuận gộp	41	-34,0%	340	-35,3%	86,3%
Chi phí BH&QLDN	52	10,4%	191	19,2%	106,4%
Lợi nhuận tài chính	(44)	104,9%	(127)	N/a	110,1%
Lợi nhuận trước thuế	(44)	N/a	15	-95,6%	14,7%
Lợi nhuận ròng	(31)	N/a	20	-93,0%	23,2%
Biên LN gộp	2,5%	-0,4 đ %	6,5%	-0,9 đ %	-2,2 đ %
Biên LN ròng	-1,9%	N/a	0,4%	-3,7 đ %	-2,9 đ %

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

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

BAF ghi nhận doanh thu giảm 24,7% svck trong Q4/23 xuống 1.625 tỷ đồng (~66,2tr USD). Mảng kinh doanh nông sản - đóng góp tỷ trọng 77,5% trong tổng doanh thu – giảm 29,8% svck, phù hợp với định hướng tập trung vào hoạt động chăn nuôi của doanh nghiệp. Trong khi đó, doanh thu mảng 3F đi ngang ở mức 364 tỷ đồng (+0,8% svck) do giá lợn hơi giảm 7,1% svck, được bù đắp bởi sản lượng bán tăng khoảng 8% svck theo ước tính của chúng tôi. Trong 2023, doanh thu giảm 25,9% svck xuống 5.250 tỷ đồng (~213,9tr USD), hoàn thành 113,6% dự phóng của chúng tôi.

Biên LN gộp giảm nhẹ

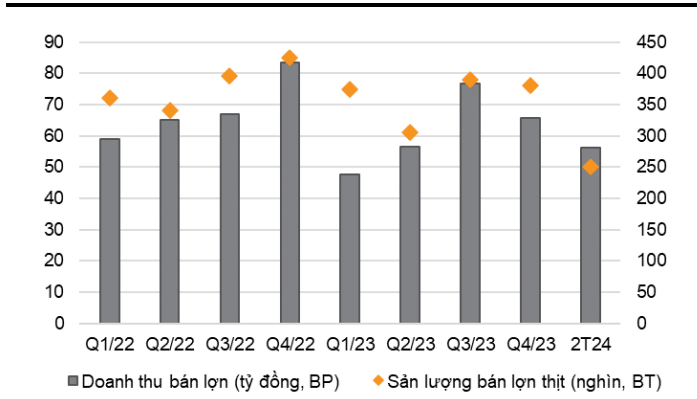
Trong Q4/23, biên LN gộp của BAF thu hẹp 0,4 điểm % do giá lợn hơi giảm 7,1% svck. Theo đó, LN gộp giảm 34% svck xuống 41 tỷ đồng (~1,7tr USD). LN gộp trong Q4/23 thấp hơn so với kỳ vọng của chúng tôi do quý 4 thường là mùa cao điểm tiêu thụ thịt lợn. Bên cạnh đó, giá lợn hơi trong Q4/23 cũng thấp hơn dự phóng của chúng tôi do giá lợn hơi thường có xu hướng tăng trong các tháng cuối năm khi nhu cầu tiêu thụ tăng trong dịp Tết nguyên đán. Trong 2023, LN gộp giảm 35,3% svck xuống 340 tỷ đồng (~13,8tr USD), hoàn thành 86,3% dự phóng.

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

BAF ghi nhận chi phí lãi vay tăng gấp 2,2 lần svck trong Q4/23 do nợ vay ngắn hạn và dài hạn tăng 141,3% svck. Chúng tôi cho rằng, nợ vay của BAF tăng cao do công ty đang đẩy mạnh đầu tư và xây dựng trang trại trong 2023. Trong Q4/23, BAF tiếp tục xây dựng thêm ba trang trại mới và dự kiến đưa vào hoạt động trong Q1/24.

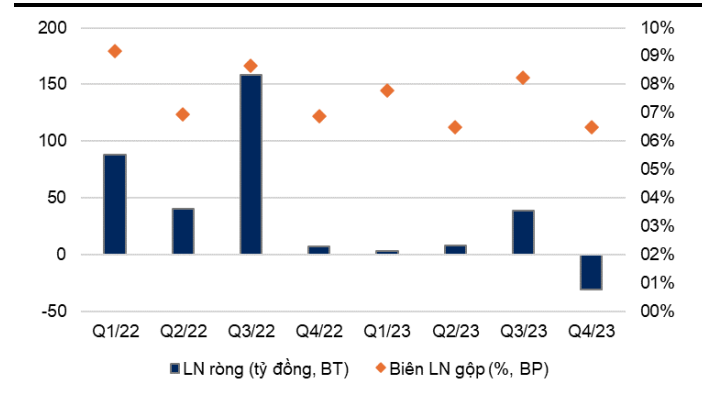
Do đó, BAF ghi nhận lỗ ròng 30,8 tỷ đồng (~1,2tr USD) trong Q4/23. Đây cũng là quý đầu tiên công ty ghi nhận lỗ ròng kể từ khi niêm yết. Trong 2023, LN ròng giảm mạnh 93% svck xuống 20 tỷ đồng (~0,8tr USD), chỉ hoàn thành 20,2% dự phóng cả năm.

Hình 6: Sản lượng và DT bán thịt lợn của BAF từ Q1/22 đến 2T24



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 7: LN ròng và biên LN gộp của BAF trong Q1/22-Q4/23



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Những nội dung chính trong cuộc họp với nhà đầu tư ngày 06/03/2024

- Kế hoạch kinh doanh:** Công ty có kế hoạch đưa 18 trang trại mới vào hoạt động trong năm 2024-25, nâng sản lượng bán thịt lợn trong hai năm tới lần lượt lên 520.000 con và 1.000.000 con. Trong 2T24, doanh thu bán thịt lợn của BAF đạt 281 tỷ đồng, cao hơn 18% so với Q1/23 và tương đương với Q2/23.
- Kế hoạch mở rộng:** Hiện BAF đang nằm trong Top 5 công ty có đàn lợn lớn nhất và Top 3 công ty có đàn lợn nái lớn nhất. Vào T12/2023, BAF sở hữu 45.000 con lợn nái và 265.000 con lợn thịt. Vào năm 2024, công ty đặt mục tiêu nâng tổng đàn lên 70.000 con lợn nái và 600.000 con lợn thịt thông qua việc đầu tư vào các trang trại mới và hai nhà máy thức ăn chăn nuôi. Theo ban lãnh đạo, BAF sẽ không bán lợn giống rộng rãi ra thị trường mà sẽ giữ lại nhằm phục vụ việc mở rộng trang trại. Thay vào đó, công ty có thể bán lợn giống cho nông dân kèm theo thức ăn chăn nuôi của BAF.
- Hoạt động M&A:** BAF vừa M&A với 2 công ty con đã có giấy phép xây dựng trang trại với tổng quy mô 5.000 con lợn nái và 60.000 con lợn thịt nhằm chuẩn bị cho dự án xây dựng trang trại mới vào năm 2025. Theo ban lãnh đạo, công ty sẽ tiếp tục chiến lược M&A với các đối tác đã có sẵn quỹ đất, giấy phép xây dựng trang trại để đẩy nhanh tốc độ mở rộng đàn lợn.
- Triển vọng giá lợn hơi:** Ban lãnh đạo lạc quan với diễn biến giá lợn trong năm nay. BAF dự phóng giá lợn sẽ dao động trong khoảng 56.000-57.000 đồng/kg vào năm 2024.
- Kế hoạch tái cấu trúc:** BAF sẽ tiếp tục thu hẹp mảng kinh doanh nông sản và ngừng kinh doanh mảng này từ năm 2026. Ngoài ra, công ty vẫn sẽ tận dụng lợi thế từ Tập đoàn Tân Long - công ty kinh doanh nông sản lớn nhất cả nước nhằm tối ưu hóa chi phí đầu vào sản xuất thức ăn chăn nuôi.

Triển vọng 2024-25

Thay đổi dự phóng 2024-25

Hình 8: Thay đổi dự phóng 2024-25

Đơn vị: tỷ đồng	2023	Cũ		Mới			
		2024	2025	2024	% svck	2025	% svck
Doanh thu thuần	5.249	4.939	5.325	3.979	-24,2%	3.513	-11,7%
Kinh doanh nông sản	3.934	3.396	3.495	2.294	-41,7%	1.392	-39,3%
Mảng 3F	1.291	1.540	1.828	1.682	30,3%	2.119	25,9%
Lợi nhuận gộp	340	530	622	546	60,5%	667	22,3%
Biên LN gộp	6,5%	10,7%	11,7%	13,7%	7,2đ %	17,8%	4,1đ %
Chi phí BH và QLDN	191	198	223	148	-22,2%	142	-4,3%
% chi phí BH và QLDN/DT	3,6%	4,0%	4,2%	3,7%	0,1đ %	4,0%	0,3đ %
EBIT	149	333	399	397	165,9%	525	32,2%
Biên EBIT	2,8%	6,7%	7,5%	10,0%	7,1đ %	15,0%	5,0đ %
Chi phí tài chính	(164)	(124)	(108)	(166)	0,7%	(149)	-10,1%
Chi phí lãi vay	(163)	(123)	(106)	(166)	1,7%	(149)	-10,1%
Chi phí thuế	(9)	34	48	38	N/a	61	62,2%
Thuế suất	-57,9%	16,0%	16,0%	15,0%	N/a	15,0%	0,0đ %
Lợi nhuận ròng	20	180	251	213	965,7%	345	62,2%
Biên LN ròng	0,4%	3,6%	4,7%	5,3%	5,0đ %	9,8%	4,5đ %

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Doanh thu tiếp tục giảm do tái cơ cấu các mảng kinh doanh

Mảng 3F: Công suất mở rộng đáng kể thúc đẩy năng suất tăng

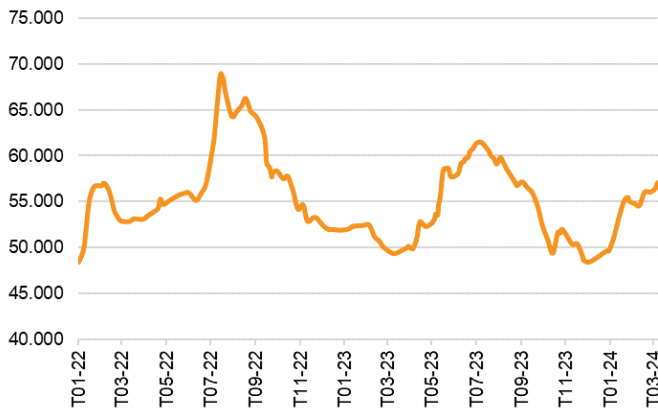
Trong T3/24, BAF dự kiến đưa vào hoạt động 5 trang trại mới gồm Hải Đăng 1, Hải Đăng 2, Hải Đăng 3 với tổng quy mô 5.000 con lợn nái và 60.000 con lợn thịt, Tân Châu (30.000 con lợn thịt) và Tân Hưng (5.000 con lợn nái). Trong năm 2024-25, công ty đặt mục tiêu mở rộng quy mô đàn thông qua việc đầu tư xây dựng 18 trang trại mới. Do đó, chúng tôi kỳ vọng đàn lợn của BAF sẽ tăng 50%/30% svck trong 2024-25.

Bên cạnh các kênh phân phối hiện đại như chuỗi siêu thị Siba Food, Meat shops và các siêu thị có thương hiệu (AEON Mall, GO!), BAF vẫn phân phối thịt qua kênh thương lái. Năm 2024, công ty dự kiến đẩy mạnh sản xuất các sản phẩm thịt chế biến như chả giò, xúc xích cũng như đẩy mạnh các chiến dịch marketing nhằm tăng nhận diện thương hiệu với người tiêu dùng. Do đó, chúng tôi dự phóng sản lượng bán thịt sẽ tăng 53,2%/27,4% svck trong năm 2024-25.

Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng giá lợn sẽ tăng 5%/1% svck năm 2024-25 do điều kiện kinh tế tốt hơn sẽ kích thích chi tiêu của người tiêu dùng trong khi nguồn cung thịt lợn từ các hộ gia đình nhỏ có thể giảm. Theo luật 32/2018/QH14 về chăn nuôi ở Việt Nam, có hiệu lực từ năm 2020, cấm chăn nuôi tại các địa bàn không được phép chăn nuôi tại thành phố, thị trấn cấp huyện, thị trấn và khu dân cư. Theo Luật, các địa phương có 5 năm kể từ ngày có hiệu lực, nghĩa là đến 1/1/2025, một số lượng lớn hộ chăn nuôi nhỏ lẻ trên cả nước sẽ phải di dời chuồng trại ra khỏi khu dân cư.

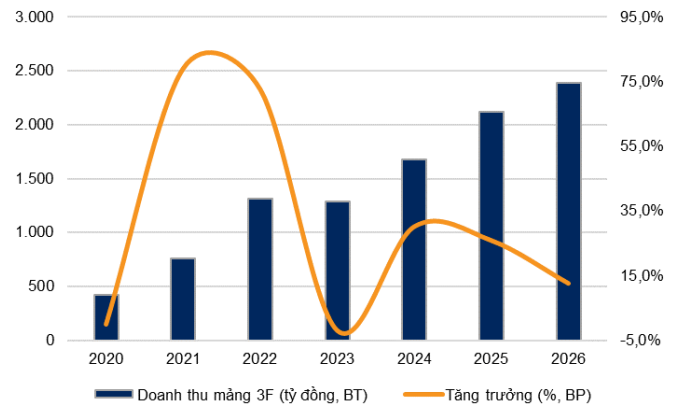
Theo đó, chúng tôi dự báo phóng doanh thu mảng 3F tăng 30,3%/25,9% svck năm 2024-25. Trong 2T24, DT từ thịt lợn của BAF đạt 281 tỷ đồng, cao hơn 18,1% so với Q1/23 và tương đương Q2/23.

Hình 9: Giá lợn hơi nội địa từ T2/22 đến T3/24 (đơn vị: đồng/kg)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, ANOVA FEED

Hình 10: Kỳ vọng DT 3F tăng 30,5%/29,5% svck trong 2024-25



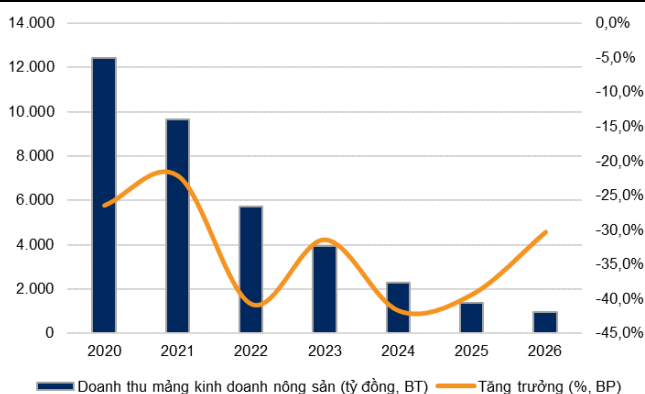
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Tiếp tục thu hẹp mảng kinh doanh nông sản

Trong năm 2024, BAF có kế hoạch tiếp tục thu hẹp mảng kinh doanh nông nghiệp và ngừng hoạt động kinh doanh từ năm 2026. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng công ty sẽ mất nhiều thời gian hơn để thu hẹp hoàn toàn lĩnh vực này vì kinh doanh nông sản vẫn đóng góp tỷ trọng lớn vào tổng doanh thu (74,9% trong năm 2023). Do đó, chúng tôi dự phóng sản lượng bán giảm 40,5%/40,0% svck năm 2024-25, phù hợp với kế hoạch của BAF. Trong khi đó, chúng tôi dự phóng giá bán bình quân giảm 1,0% svck theo xu hướng giá ngũ cốc toàn cầu giảm. Do đó, DT mảng kinh doanh nông sản dự phóng giảm 41,7%/39,3% svck trong năm 2024-25.

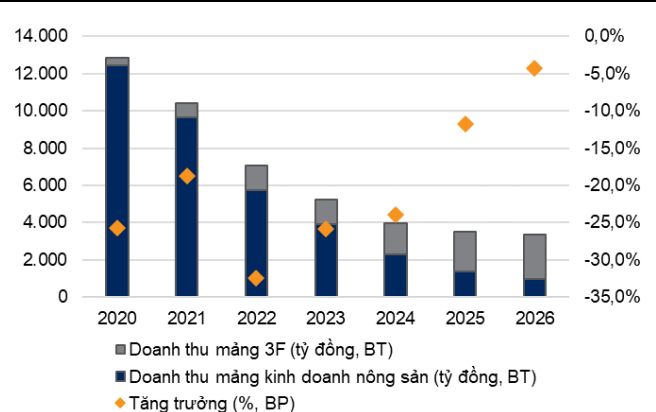
Tóm lại, chúng tôi dự phóng tổng doanh thu giảm 24,2%/11,7% svck trong năm 2024-25 do mảng kinh doanh nông sản vẫn đóng góp 59,15%/41,1% vào DT của BAF.

Hình 11: BAF tiếp tục thu hẹp mảng kinh doanh nông nghiệp trong năm 2024-25



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 12: Dự phóng tổng doanh thu trong năm 2024-26



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Biên LN gộp cải thiện hỗ trợ LN hồi phục năm 2024

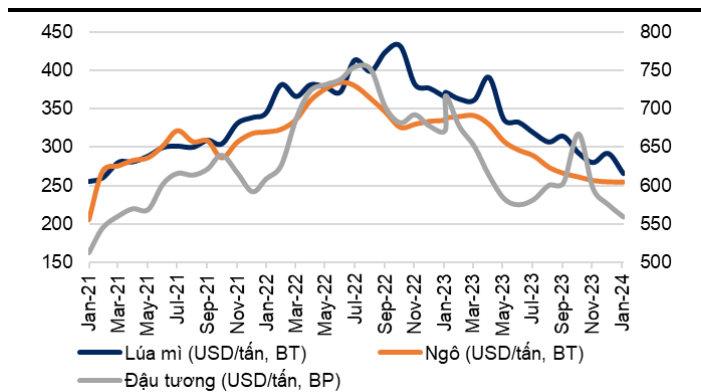
Biên LN gộp tăng nhờ mở rộng mảng 3F

Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp mảng 3F cải thiện 11,1 điểm % svck năm 2024 và đi ngang trong năm 2025, tương đương với mức trong 9T22 (khi giá lợn hơi trung bình là 57.400 đồng/kg) nhờ:

- Giá thức ăn chăn nuôi được dự phóng thấp hơn so với năm 2023. Theo Sở Giao dịch Hàng hóa Việt Nam, hiện nay giá nhập khẩu nguyên liệu thức ăn chăn nuôi đầu vào đã giảm 20%-30% svck. Cụ thể, giá nhập khẩu lúa mì, ngô và đậu tương giảm lần lượt là 24,4%/24,2%/18,3% svck trong 2T24 và 25,5%/20,7%/9,0% svck trong Q4/23. Do giá thức ăn chăn nuôi có độ trễ so với giá đầu vào nguyên liệu nhập khẩu, chúng tôi kỳ vọng giá thức ăn chăn nuôi sẽ tiếp tục giảm trong năm 2024.
- Trong khi đó, chúng tôi dự phóng giá lợn hơi sẽ tăng 5%/1% svck trong năm 2024-25.

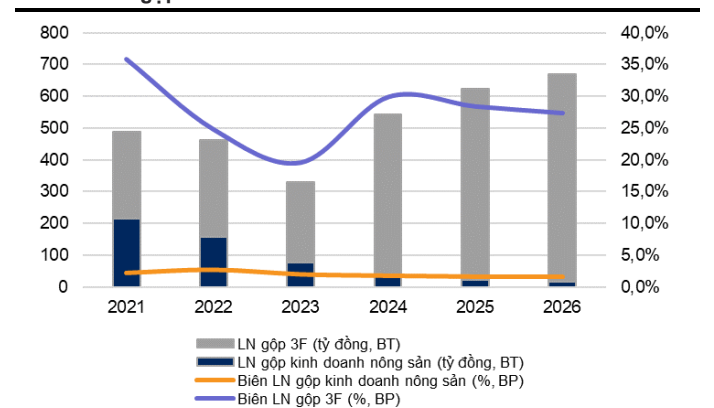
Hơn nữa, chúng tôi kỳ vọng mảng 3F sẽ tiếp tục đóng góp tỷ trọng lớn vào LN gộp của BAF trong năm 2024-25 là 92,5% và 96,5% (từ 74,2% trong năm 2023), với biên LN gộp cao hơn mảng nông sản. Tóm lại, chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp của BAF tăng thêm 7,2 điểm %/4,1 điểm % svck trong năm 2024-25.

Hình 13: Giá thức ăn chăn nuôi đầu vào nhập khẩu từ T1/21 đến T2/24



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FIIN PRO

Hình 14: Chúng tôi kỳ vọng mảng 3F sẽ tiếp tục đóng góp nhiều hơn vào biên LN gộp



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

LN ròng tăng mạnh trong năm 2024

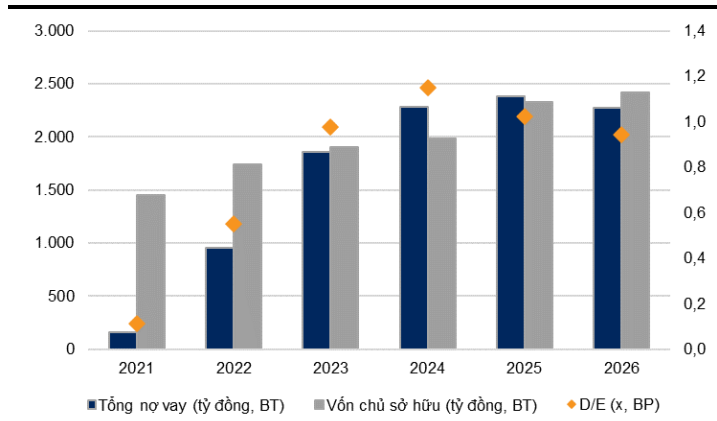
Chi phí xây dựng trang trại của BAF chủ yếu đến từ vay nợ dài hạn. Do đó, với mục tiêu tổng đàn lợn với tăng trưởng kép 35% trong năm 2024-26, chúng tôi cho rằng công ty sẽ có nhu cầu vay vốn lớn. Chúng tôi dự phóng tổng nợ sẽ đạt 2.283 tỷ đồng/2.381 tỷ đồng trong năm 2024-25 (so với 1.860 tỷ đồng trong năm 2023), do đó, chi phí lãi vay sẽ tăng 2% svck trong năm 2024 và giảm 10% svck trong năm 2025 chủ yếu nhờ lãi suất cho vay thấp hơn so với năm 2023.

Trong năm 2024, chúng tôi dự phóng LN ròng của BAF tăng 10,7 lần lên 213 tỷ đồng (8,8tr USD) nhờ:

- DT thuần dự phóng giảm 24,2% svck.
- Biên LN gộp có thể tăng 7,1 điểm % svck lên 13,7%.
- Chi phí lãi vay tăng 2% svck.

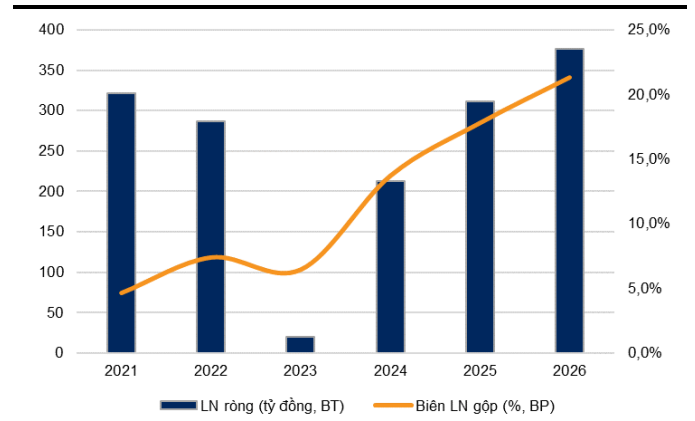
Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng LN ròng sẽ tiếp tục tăng 46% svck lên 311 tỷ đồng (12,8tr USD) nhờ biên LN gộp tăng 4,1 điểm % svck và chi phí lãi vay giảm 10% svck.

Hình 15: BAF duy trì đòn bẩy tài chính ở mức cao trong năm 2023-25



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FIIN PRO

Hình 16: LN ròng và biên LN gộp của BAF trong năm 2021-26



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Định giá: Nâng khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 33,100 đ/cp

Định giá của chúng tôi dựa trên sự kết hợp tỷ trọng bằng nhau giữa định giá DCF và EV/EBITDA. Chúng tôi đã điều chỉnh tăng giá mục tiêu thêm 13,4% do tác động của:

- Phương pháp DCF: 1) điều chỉnh dự phóng EPS năm 2024 và 2) giảm WACC từ 8,4% xuống 7,5% do chúng tôi hạ lãi suất phi rủi ro từ 2,4% xuống 2,24% (dựa trên trái phiếu kỳ hạn 10 năm tính đến ngày 31 tháng 12) và [phần bù rủi ro thị trường](#) từ 9,6% xuống 9,0%.
- Phương pháp EV/EBITDA: EV/EBITDA mục tiêu 9,5 lần (chiết khấu 16,3% so với EV/EBITDA cùng ngành) áp dụng cho EBITDA năm 2024.

Tiềm năng tăng giá bao gồm 1) nhu cầu tiêu thụ thị trường cao hơn dự kiến và 2) giá lợi nhuận cao hơn dự kiến.

Rủi ro giảm giá bao gồm 1) tiêu thụ thị trường 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 17: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	35.254	50%	17.627
EV/EBITDA	31.000	50%	15.500
Giá trung bình (đ/cp)			33.127
Giá mục tiêu (đ/cp)			33.100

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: Định giá: Phương pháp (EV/EBITDA)

EBITDA 2024 (tỷ đồng)	647
Hệ số EV/EBITDA mục tiêu (lần)	9,5
Tổng nợ (tỷ đồng)	2.283
Lợi ích cổ đông thiểu số (tỷ đồng)	0
Tiền và tương đương tiền (tỷ đồng)	564
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	4.424
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	143,5
Giá cổ phiếu (đ/cp)	31.000

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: Giá định

Chi phí sử dụng vốn	
Beta	0,7
Phần bù rủi ro thị trường	9,0%
Lãi suất phi rủi ro	2,2%
Chi phí vốn CSH	8,3%
Chi phí sử dụng nợ	7,8%
Thuế DN	15,0%
WACC	7,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: Giá mục tiêu

Phương pháp DCF	Giá trị	Đơn vị
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	3.061	tỷ đồng
Giá trị hiện tại của năm cuối mô hình	3.435	tỷ đồng
Giá trị doanh nghiệp	6.496	tỷ đồng
Nợ ròng	(1.436)	tỷ đồng
Giá trị vốn CSH	5.060	tỷ đồng
SL cổ phiếu	144	triệu
Giá cổ phiếu	35.254	đồng/cp

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: Định giá DCF – Tóm tắt dự phóng dòng tiền (FCF)

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
EBIT	397	485	523	536	548	545	542	555	567
Khấu hao	249	377	493	574	632	685	731	772	807
Đầu tư tài sản cố định	(1.353)	(1.148)	(1.043)	(734)	(524)	(472)	(419)	(367)	(314)
Thay đổi vốn lưu động	380	397	316	126	124	167	130	184	206
Dòng tiền tự do	(326)	110	288	502	781	925	984	1.144	1.266
Chi phí thuế	(38)	(55)	(60)	(64)	(66)	(68)	(66)	(70)	(71)
Dòng tiền tự do doanh nghiệp	(364)	55	228	437	715	857	918	1.074	1.195
Giá trị năm cuối mô hình									7.024
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	(339)	48	184	328	499	557	555	604	625
Giá trị hiện tại của giá trị năm cuối mô hình									3.435

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 22: So sánh với các DN khác trong ngành (dữ liệu ngày 18/03/2024)

Công ty	Quốc gia	Doanh thu trượt		LN ròng		D/E	ROE	P/E trượt 12T	P/E điều chỉnh	P/B
		Vốn hóa Tr USD	12T Tr USD	svck %	trượt 12T Tr USD					
Charoen pokphand foods PUB	Thái Lan	4.342	16.846	-4,6	-73	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Thai union group PCL	Thái Lan	1.753	3.915	-12,5	-380	N/a	103,0	-22,4	8,7	10,6
DABACO corp	Việt Nam	308	463	-3,9	1	381,4	125,7	0,5	309,7	309,7
Masan MeatLife Corporatiom	Việt Nam	370	291	46,0	-23	-165,4	108,7	-7,4	N/a	N/a
Hoang Anh Gia Lai JSC	Việt Nam	469	289	35,6	76	51,4	117,6	30,0	6,8	6,8
Henan Shuanghui Investment & D	Trung Quốc	13.723	9.133	6,7	847	7,4	66,2	29,1	17,5	19,1
Trung bình			5156,2	11,2	74,9	68,7	108,7	0,5	13,1	14,9
Trung vị			2189,0	1,4	-10,8	29,4	104,2	6,0	85,7	86,6
CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam	Việt Nam	163	220	-25,9	1	-93,0	121,3	1,1	150,0	150,0

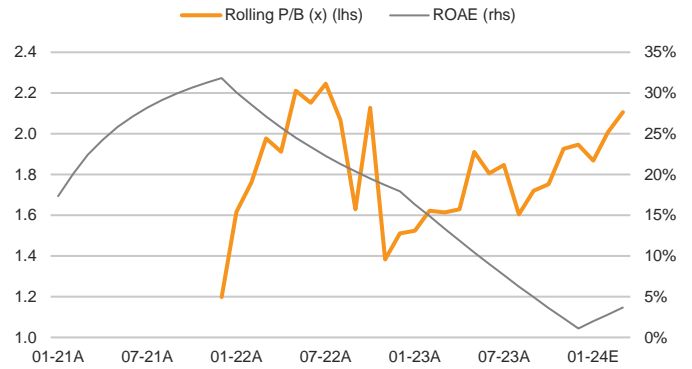
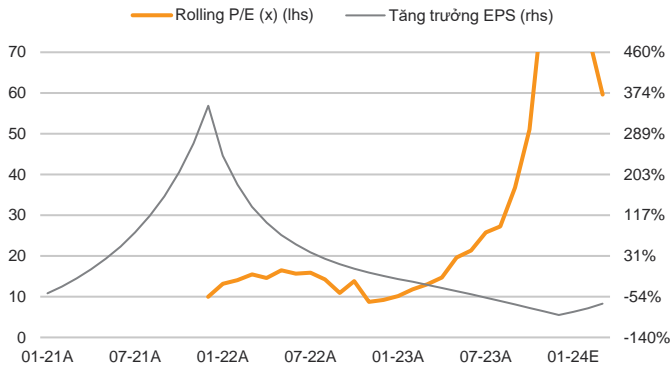
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 23: Phân tích độ nhạy của định giá

Tăng trưởng dài hạn	Chi phí vốn							
	7,4%	7,7%	8,0%	8,3%	8,6%	8,9%	9,2%	
0,1%	34.500	33.800	33.100	32.500	31.900	31.300	30.700	
0,4%	34.700	34.000	33.300	32.700	32.000	31.400	30.900	
0,7%	35.000	34.200	33.500	32.800	32.200	31.600	31.000	
1,0%	35.300	34.500	33.800	33.100	32.400	31.800	31.200	
1,3%	35.600	34.800	34.000	33.300	32.600	31.900	31.300	
1,6%	35.900	35.100	34.300	33.500	32.800	32.100	31.500	
1,9%	36.300	35.400	34.600	33.800	33.100	32.400	31.700	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
Doanh thu thuần	5.250	3.979	3.513
Giá vốn hàng bán	(4.910)	(3.433)	(2.886)
Chi phí quản lý DN	(96)	(74)	(69)
Chi phí bán hàng	(94)	(75)	(73)
LN hoạt động thuần	149	397	485
EBITDA thuần	47	148	108
Chi phí khấu hao	103	249	377
LN HĐ trước thuế & lãi vay	149	397	485
Thu nhập lãi	21	19	19
Chi phí tài chính	(164)	(166)	(149)
Thu nhập ròng khác	8	(1)	11
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	15	250	366
Thuế	9	(38)	(55)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(3)	0	0
LN ròng	20	213	311
Thu nhập trên vốn	20	213	311
Cổ tức phổ thông	0	0	0
LN giữ lại	20	213	311

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
Tiền và tương đương tiền	108	206	234
Đầu tư ngắn hạn	315	358	422
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.094	829	714
Hàng tồn kho	1.605	1.114	949
Các tài sản ngắn hạn khác	35	242	290
Tổng tài sản ngắn hạn	3.157	2.749	2.608
Tài sản cố định	2.521	3.389	4.070
Tổng đầu tư	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	896	686	610
Tổng tài sản	6.574	6.824	7.288
Vay & nợ ngắn hạn	704	796	703
Phải trả người bán	2.205	1.870	2.002
Nợ ngắn hạn khác	149	93	82
Tổng nợ ngắn hạn	3.057	2.758	2.787
Vay & nợ dài hạn	1.156	1.487	1.678
Các khoản phải trả khác	454	597	527
Vốn điều lệ và	1.435	1.435	1.435
LN giữ lại	318	531	842
Vốn chủ sở hữu	1.907	1.982	2.296
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	6.574	6.824	7.288

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
LN trước thuế	15	250	366
Khấu hao	103	249	377
Thuế đã nộp	(57)	(38)	(55)
Các khoản điều chỉnh khác	133	0	0
Thay đổi VLD	(406)	380	397
LC tiền thuần HKKD	(213)	842	1.084
Đầu tư TSCĐ	(1.153)	(1.353)	(1.148)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	(169)	186	(6)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
LC tiền từ HĐĐT	(1.322)	(1.168)	(1.155)
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	1.493	423	98
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	0	0
LC tiền thuần HĐTC	1.493	423	98
Tiền & tương đương tiền đầu kì	151	108	206
LC tiền thuần trong năm	(43)	98	28
Tiền & tương đương tiền cuối kì	108	206	234

Các chỉ số cơ bản

	12-23A	12-24E	12-25E
Dupont			
Biên LN ròng	0,4%	5,3%	8,9%
Vòng quay TS	0,93	0,59	0,50
ROAA	0,4%	3,2%	4,4%
Đòn bẩy tài chính	3,10	3,45	3,30
ROAE	1,1%	10,9%	14,5%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	61,9	62,1	61,9
Số ngày nắm giữ HTK	119,3	118,8	120,0
Số ngày phải trả tiền bán	163,9	199,3	253,2
Vòng quay TSCĐ	2,65	1,35	0,94
ROIC	0,5%	5,0%	6,6%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,0	1,0	0,9
Khả năng thanh toán nhanh	0,5	0,6	0,6
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,1	0,2	0,2
Vòng quay tiền	17,3	(18,5)	(71,3)
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(25,9%)	(24,2%)	(11,7%)
Tăng trưởng LN từ HKKD	(59,1%)	165,9%	22,1%
Tăng trưởng LN ròng	(93,0%)	965,7%	46,1%
Tăng trưởng EPS	(93,0%)	965,7%	46,1%

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

Võ Minh Chiến – Trưởng phòng

Email: chien.vominh@vndirect.com.vn

Hà Thu Hiền – Chuyên viên phân tích

Email: 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

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