

## MUA [+23%]

Ngày cập nhật: 22/03/2022

Giá hợp lý	76,000	VND
Giá hiện tại	61,800	VND

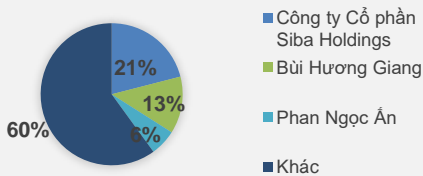
**PHS**

 (+82-28) 5 413 5479– [support@phs.vn](mailto:support@phs.vn)

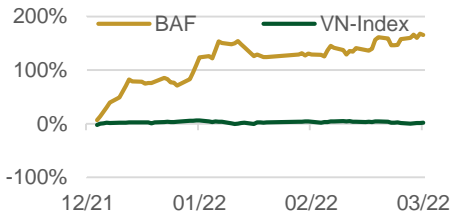
### Thông tin cổ phiếu

CP đang lưu hành (triệu)	78.0
Free-float (triệu)	62.7
Vốn hóa (tỷ đồng)	5,015.4
KLGD TB 3 tháng	1,787,102
Sở hữu nước ngoài	0.01%
Ngày niêm yết đầu tiên	03/12/2021

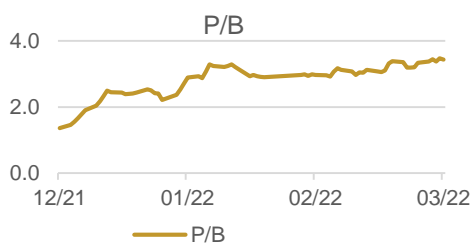
### Cổ đông lớn



### Biến động giá cổ phiếu so với Index



### Lịch sử định giá



Nguồn: Bloomberg, PHFM tổng hợp

## Tăng trưởng lợi nhuận nhờ chuỗi 3F khép kín

**Sơ lược doanh nghiệp:** BAF sở hữu hệ thống 16 trại nuôi heo thịt và heo giống với tổng đàn heo lên đến 130 nghìn con trong 2021 - đứng top 5 thị trường heo hơi Việt Nam (về tổng đàn). Công ty đang áp dụng mô hình trang trại nuôi heo hiện đại 4.0, sử dụng công nghệ cao được nhập khẩu từ châu Âu với mục tiêu chiếm 8-10% thị phần heo thịt và đứng vào danh sách top 3 công ty chăn nuôi và chế biến thực phẩm tại Việt Nam trong năm 2030.

**Cập nhật kết quả kinh doanh 2021:** Mặc dù chịu ảnh hưởng đại dịch Covid-19, BAF vẫn gặt hái kết quả kinh doanh ấn tượng trong năm 2021 với Doanh thu thuần đạt 10,435 tỷ đồng, chủ yếu đến từ hoạt động kinh doanh nông sản và hoạt động chăn nuôi. Sản lượng heo bán ra trong năm 2021 đạt hơn 155 nghìn con, tăng hơn 2.3 lần so với cùng kỳ, đã thúc đẩy doanh thu từ mảng chăn nuôi đạt 763 tỷ đồng (+ 79%YoY). Với chiến lược lấy mảng chăn nuôi làm trọng tâm, biên lợi nhuận gộp cả năm 2021 đạt 4.7%, tăng 3.2 điểm phần trăm so với 2020 (trong đó biên lợi nhuận gộp từ mảng chăn nuôi lên đến 36%). Lợi nhuận sau thuế đạt mức 322 tỷ đồng (+ 703%YoY).

### Điểm nhấn đầu tư:

**Chuỗi 3F khép kín “bảo vệ” biên lãi gộp:** Biên lãi gộp của mảng chăn nuôi và thực phẩm của BAF luôn dao động từ 35%-39% trong bối cảnh giá thức ăn chăn nuôi “leo thang” do chiến tranh giữa Nga và Ukraine nhờ **(1)** BAF có 3 nhà máy sản xuất cám với tổng công suất 460 nghìn tấn/năm (chủ yếu tiêu thụ nội bộ) đồng thời có vị thế là nhà thương mại nguyên liệu thức ăn chăn nuôi (TACN) hàng đầu Việt Nam, Công ty tiếp cận được nguồn cung nguyên liệu đầu vào có giá thành hợp lý và ổn định. Chính vì vậy, chi phí cám (TACN) của BAF ước tính thấp hơn 10-15% chi phí thị trường; **(2)** Áp dụng mô hình trang trại theo công nghệ 4.0 đảm bảo được năng suất heo giống và giảm thiểu chi phí không cần thiết; **(3)** Công ty không bán heo hơi cho thương lái mà trực tiếp giết mổ và bán sản phẩm thịt có thương hiệu tới người tiêu dùng, với giá từ 50 nghìn - 200 nghìn đồng/kg.

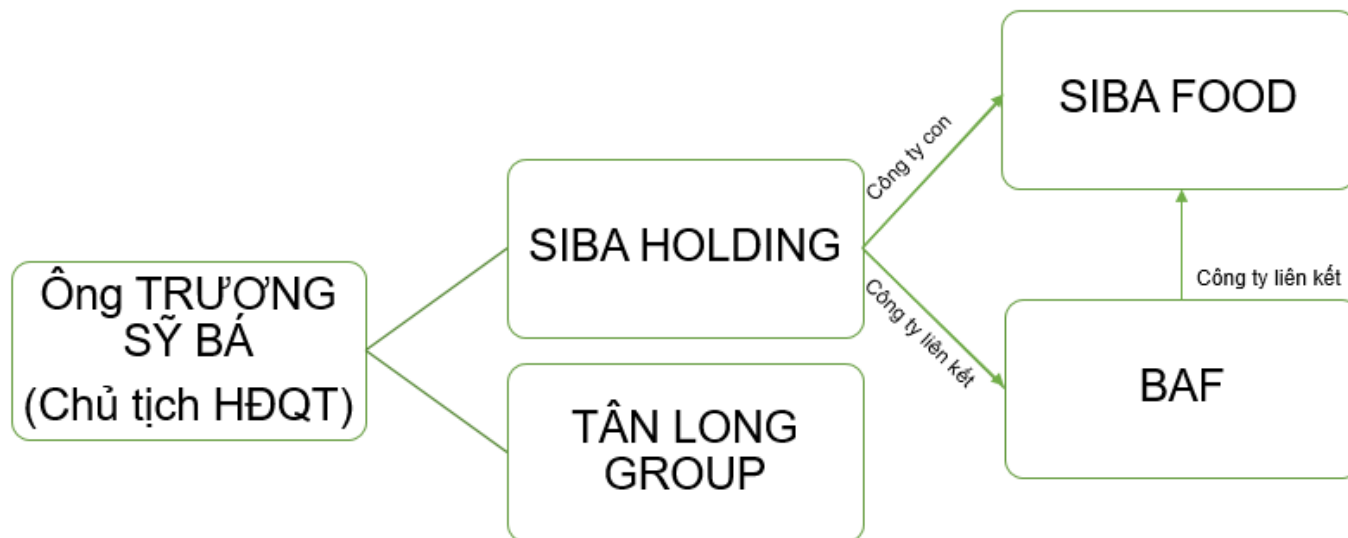
**Kỳ vọng giá heo hơi ổn định hơn trong năm 2022:** Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ thịt heo hơi tăng trong 2022 nhờ sự mở cửa trở lại của các nhà hàng, trường học và nhà máy khí Việt Nam bắt đầu bước vào giai đoạn “bình thường mới” sẽ thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ thịt. Theo Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (OECD), Việt Nam sẽ vươn lên vị trí thứ 2 châu Á về tiêu thụ thịt heo vào năm 2022, đạt 3.4 triệu tấn vào năm 2022 với tăng trưởng CAGR là 3.1% trong giai đoạn 2022-2030. Trong khi đó, nguồn cung có thể thiếu hụt nếu tình dịch dịch tả lợn châu Phi bùng phát mạnh khiến đàn heo bị tiêu hủy và giá thức ăn chăn nuôi tăng khiến nhiều nông dân e ngại tái đàn. Kỳ vọng mức giá heo hơi có thể quay lại mức từ 60,000 – 65,000 đồng/kg.

**Định giá & khuyến nghị:** Năm 2022, chúng tôi ước tính doanh thu đạt 6,019 tỷ đồng (-42%YoY), do BAF giảm tỷ trọng mảng nông sản và chuyển hướng sang vào mảng chăn nuôi. Chúng tôi ước tính biên lãi gộp của Công ty đạt 10.2%, tăng 5.5 điểm phần trăm so với 2021 nhờ chuyển dịch sang kênh phân phối bán lẻ và vận hành mảng chăn nuôi theo mô hình 3F khép kín. Lợi nhuận sau thuế dự phóng đạt 405 tỷ đồng (+26%YoY). Bằng phương pháp định giá DCF và P/E, mức giá hợp lý cho cổ phiếu BAF khoảng **76,000 đồng/cổ phiếu** (+23% so với giá hiện tại). Từ đó khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu này.

**Rủi ro:** **(1)** Rủi ro hệ sinh trong cùng Tập đoàn; **(2)** Rủi ro nợ vay cao; **(3)** Rủi ro đặc thù ngành chăn nuôi; **(4)** Rủi ro pha loãng cổ phiếu

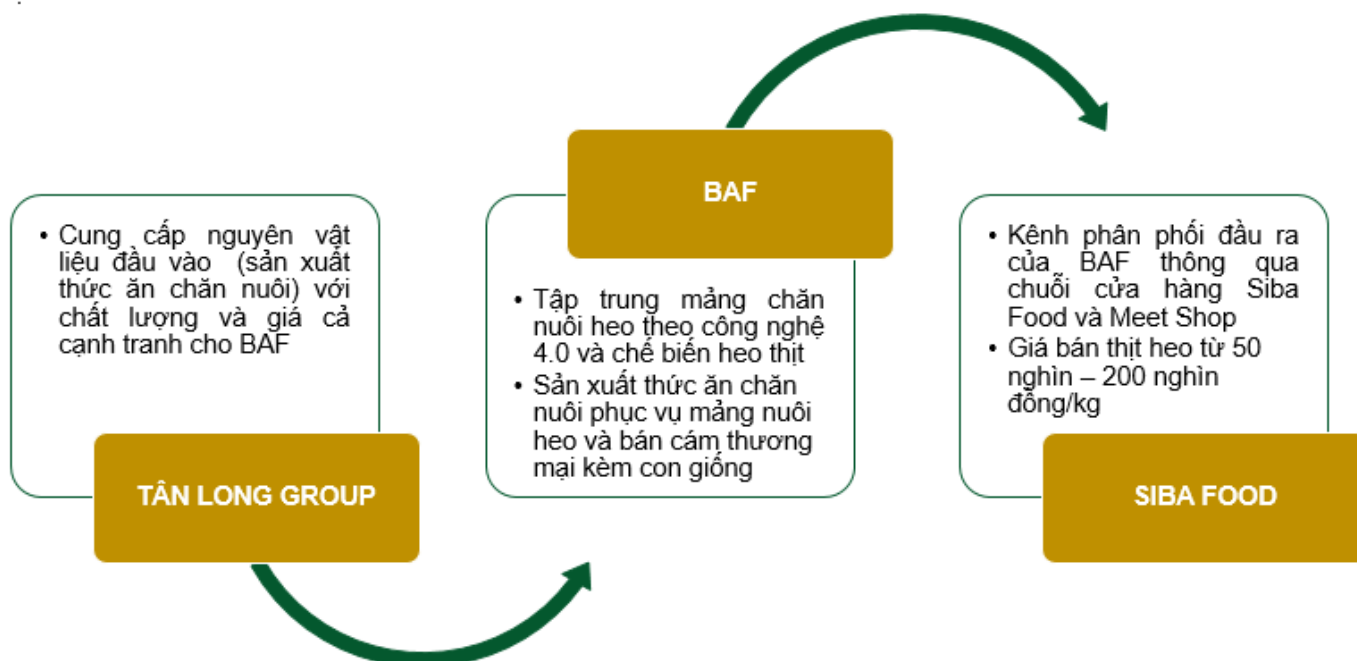
Chỉ số tài chính	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	9,226	17,288	12,846	10,434	6,019
LNST (tỷ VND)	15	13	46	322	405
EPS (VND)	1,545	1,296	2,251	4,125	5,187
Tăng trưởng EPS (%)		-16%	74%	83%	26%
Giá trị sổ sách (VND)	10,680	11,976	11,312	18,553	17,468
P/E					14.6
P/B					4.4
Cổ tức tiền mặt (%)	0%	0%	0%	0%	N/A

## BAF – Một mắt xích quan trọng trong hệ sinh thái của Tân Long Group

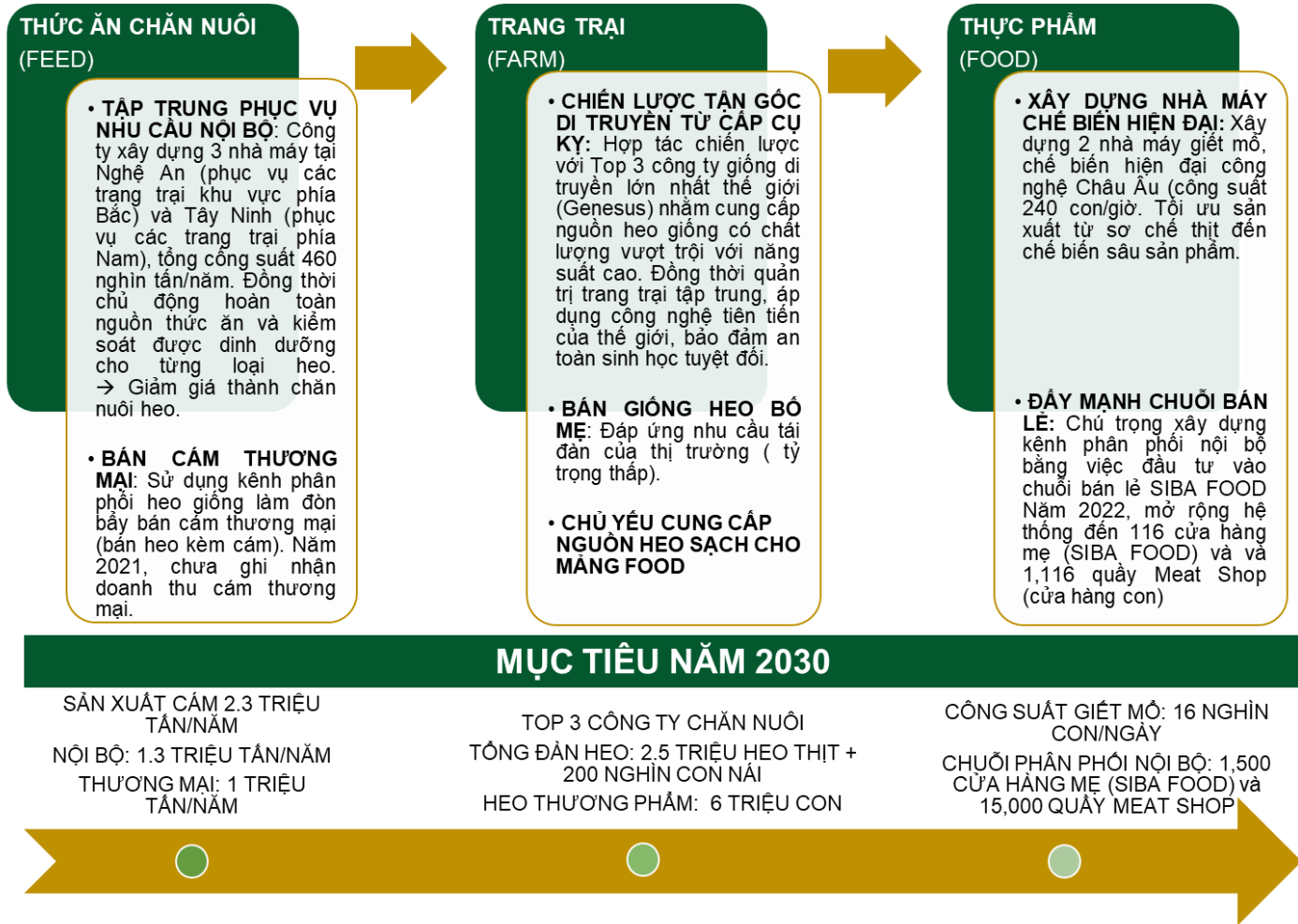


**BAF – Một mắt xích quan trọng trong hệ sinh thái của Tân Long Group:** Tân Long Group, Siba Holding – công ty liên kết của BAF và BAF đều có cùng một vị lãnh đạo là ông Trương Sỹ Bá - chủ tịch HĐQT. Sự kết hợp giữa Tân Long Group, Siba Food (thuộc Siba Holding) và BAF tạo ra một chuỗi giá trị nông nghiệp khép kín. Đầu năm 2022, Siba Holdings hoàn tất mua 15.99 triệu cổ phiếu (nắm tỷ trọng 20.5%) và trở thành cổ đông lớn của BAF, điều này sẽ mang lại nhiều lợi thế cho Công ty khi có thể tiếp cận hệ sinh thái phong phú của Tân Long Group. Hiện Tân Long là nhà nhập khẩu và sản xuất nguyên liệu thức ăn chăn nuôi (TACN) số 1 tại Việt Nam. Nếu tận dụng tốt cơ hội này, BAF không chỉ đảm bảo được nguồn cung nguyên liệu chất lượng tốt nhất của Tân Long, đồng thời còn được hưởng lợi giá nguyên liệu thức ăn chăn nuôi (TACN) đầu vào cạnh tranh hơn cho việc phát triển đàn heo hơi. Ngoài ra, BAF cũng không phải “lo lắng” về khía cạnh đầu ra khi sản phẩm thịt heo của BAF sẽ được phân phối rộng rãi qua chuỗi Siba Food của Siba Holding. Trong 2022, Siba Holdings đặt mục tiêu sẽ tăng tỷ lệ sở hữu tại BAF lên tối thiểu 35% và dự kiến mở rộng mạng lưới bán lẻ gồm 116 cửa hàng mẹ (Siba Food) và 1,116 Quầy Meat Shop (cửa hàng con). Tầm nhìn dài hạn đến 2030, Chuỗi Siba Food sẽ có 1,500 cửa hàng mẹ và 15 nghìn quầy Meat Shop (cửa hàng con). Dự kiến mỗi cửa hàng Meat Shop sẽ tiêu thụ 70-100kg thịt heo/ngày và mỗi cửa hàng mẹ tiêu thụ 180-250 kg thịt heo/ngày. Để đáp được sản lượng phân phối trên, BAF sẽ thu mua heo của nông dân liên kết, đảm bảo chất lượng về giết mổ để phục vụ cho nhu cầu tiêu thụ của chuỗi Siba Food.

Với vị thế hiện tại của Tân Long Group trên thị trường quốc tế kết hợp chuỗi khép kín hiện đại 3F của BAF, sản phẩm thịt heo chất lượng cao của BAF sẽ sớm xuất hiện trên kệ hàng siêu thị của các thị trường khó tính như Hàn Quốc, Nhật Bản.



## Chuỗi giá trị 3F (Feed-Farm-Food) của BAF



### Tái cơ cấu các mảng kinh doanh chính – Giảm dần kinh doanh nông sản, tập trung tối đa nguồn lực cho mảng chăn nuôi (Feed – Farm – Food)

- **Kinh doanh nông sản:** Mảng kinh doanh nông sản đóng góp tỷ trọng lớn ~hơn 95% trong tổng doanh thu của BAF. Công ty chủ yếu nhập khẩu các sản phẩm nông sản chủ yếu ngô hạt, lúa mì... từ các thị trường Argentina, Brazil, Nga, EU, Mỹ... để phân phối tại thị trường nội địa. Từ năm 2020, BAF đã giảm kinh doanh nông sản để tập trung nguồn lực tối đa cho mảng chăn nuôi nhằm cải thiện biên lợi nhuận của công ty do biên lãi gộp của mảng nông sản rất thấp (dao động 1-2%). Doanh thu và sản lượng nông sản năm 2021 lần lượt giảm 22% và 25% so với năm 2020. Trong năm 2022, Công ty chủ yếu sử dụng các sản phẩm nông sản (khô dầu đậu tương, lúa mì,...) làm nguyên liệu đầu cho các nhà máy cám để sản xuất thức ăn chăn nuôi, từ đó cung ứng trực tiếp cho các trang trại nội bộ của BAF. Đồng thời, Công ty vẫn duy trì phân phối một ít sản lượng nông sản trên thị trường nội địa. Ước tính doanh thu mảng kinh doanh nông sản giảm ~60% trong 2022.
- **Mảng chăn nuôi:** BAF đứng top 5 thị trường heo hơi Việt Nam lên đến 130 nghìn con trong 2021, gấp 4 lần so với tổng đàn năm 2019 nhờ Công ty chú trọng việc **tăng năng suất đàn heo (chọn lựa con giống tốt + thức ăn dinh dưỡng + chế độ chăm sóc tại chuồng trại tốt)**. Cụ thể, Công ty đã ký hợp đồng đối tác chiến lược với Tập đoàn Genesis của Canada - Top 3 trên thế giới về nghiên cứu và sản xuất đàn giống chất lượng cao về độc quyền nguồn giống heo tại thị trường Việt Nam và Myanmar. Ngoài ra, nguyên liệu sản xuất thức ăn chăn nuôi (TACN) cũng được lấy từ nguồn tốt nhất, ngon nhất và được các chuyên gia dinh dưỡng xây dựng chiến lược dinh dưỡng đúng nhu cầu giúp heo sinh trưởng nhanh, thời gian nuôi ngắn, trọng lượng xuất chuồng cao. Đồng thời, hệ thống chuồng trại khép kín áp dụng công nghệ 4.0 và trang thiết bị từ Châu Âu đảm bảo an toàn sinh học tuyệt đối cho vật nuôi. Mô hình hoạt động chuỗi 3F khép kín của BAF sẽ hoàn thành các chứng chỉ về Global GAP và FSSC 22000 hoặc ISO 22000 trong năm 2022 để đáp ứng tiêu chuẩn chăn nuôi xanh sạch về môi trường và chất lượng thịt đạt chuẩn

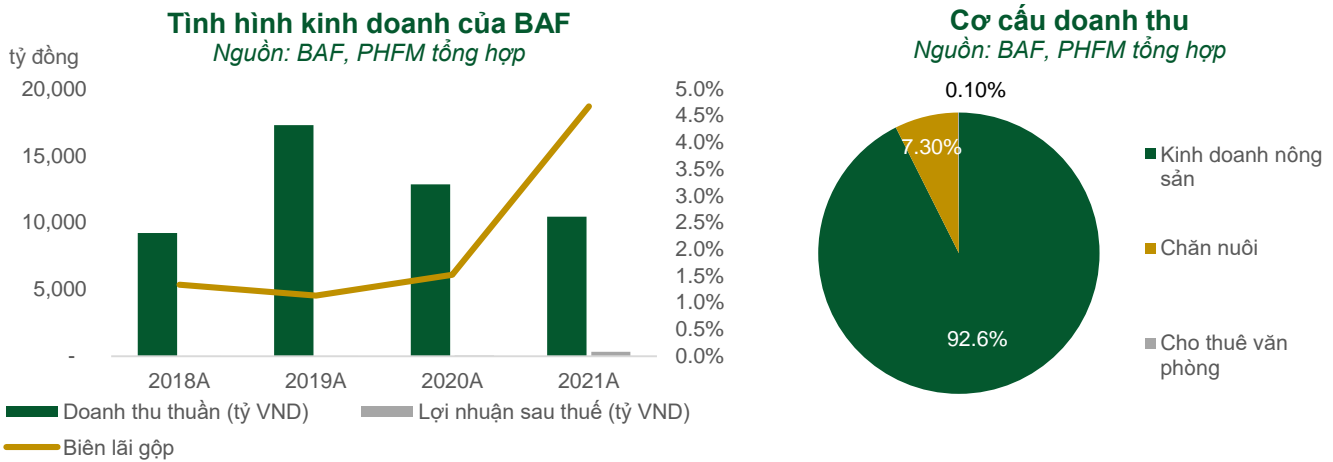
ATTP cho tiêu dùng nội địa và xuất khẩu ra Châu Âu và Thế Giới. Đây chính là lợi thế cạnh tranh của Công ty so với đối thủ cùng ngành về lựa chọn con giống và chất lượng sản phẩm thịt.

Trong năm 2022, BAF sẽ đưa vào hoạt động thêm 6 trang trại chăn nuôi heo nái và heo thịt tại Phú Yên và Tây Ninh. Quy mô công suất năm 2022 sẽ tăng thêm 15 nghìn heo nái và 90 nghìn heo thịt, nâng tổng lũy kế quy mô công suất lên 27 nghìn heo nái và 200 nghìn heo thịt nhằm đáp ứng nhu cầu sử dụng thực phẩm sạch cũng như sức tiêu thụ tăng của người dân sau giãn cách xã hội.

- **Mảng sản xuất thức ăn chăn nuôi:** Trong năm 2022, Nhà máy cám BAF Tây Ninh và nhà máy cám Nghệ An (với công suất 200 nghìn tấn/nhà máy/năm) chính thức đi vào hoạt động, kết hợp với nhà máy cám Phú Mỹ (công suất 60 nghìn tấn/năm) sẽ cung ứng đủ lượng cám cho các trang trại nội bộ của BAF, đồng thời sẽ ghi nhận doanh thu thương mại khi Công ty tung ra sản phẩm cám dinh dưỡng (bán kèm với con giống) ra thị trường.

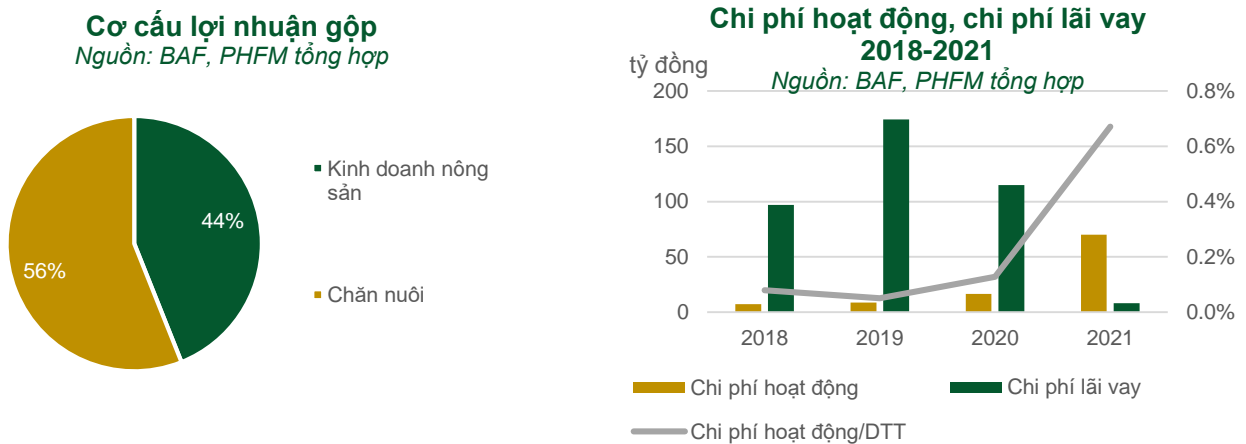
## Cập nhật kết quả kinh doanh 2021

### (1) Doanh thu sụt giảm do giảm tỷ trọng mảng kinh doanh nông sản



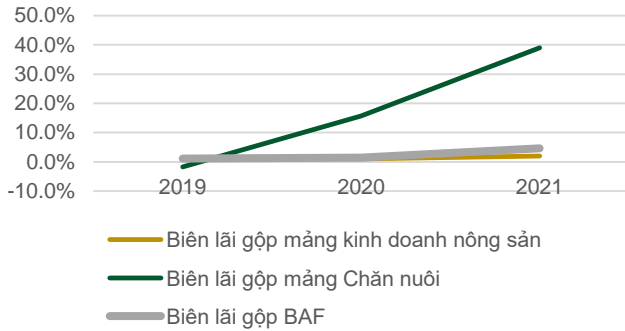
Năm 2021, BAF ghi nhận doanh thu thuần đạt 10,434 tỷ đồng (-19%YoY) do doanh thu mảng kinh doanh nông sản 22%YoY xuống còn 9,671 tỷ đồng. Tuy nhiên, mảng chăn nuôi được đẩy mạnh và chú trọng nên gặt hái mức tăng trưởng 79%, đạt 762 tỷ đồng. Doanh thu cho thuê văn phòng chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu doanh thu.

### (2) Lợi nhuận ròng tăng mạnh nhờ biên lợi nhuận gộp cải thiện



### Biên lãi gộp theo từng mảng kinh doanh

Nguồn: BAF, PHFM tổng hợp



Biên lợi nhuận gộp đạt 4.7%, tăng 3.2 điểm phần trăm nhờ tập trung vào mảng chăn nuôi với biên lãi gộp ~36%.

Chi phí lãi vay giảm mạnh 93% chỉ còn 8 tỷ VND do Công ty tiếp cận được nguồn vốn vay có lãi suất thấp trong khi Chi phí hoạt động tăng mạnh nhằm đáp ứng việc mở rộng quy mô và vận hành 16 trại nuôi heo nái và heo thịt theo công nghệ tiên tiến. Tỷ lệ chi phí hoạt động/ Doanh thu thuần đạt 0.7%, cao hơn mức 0.1% của năm 2020.

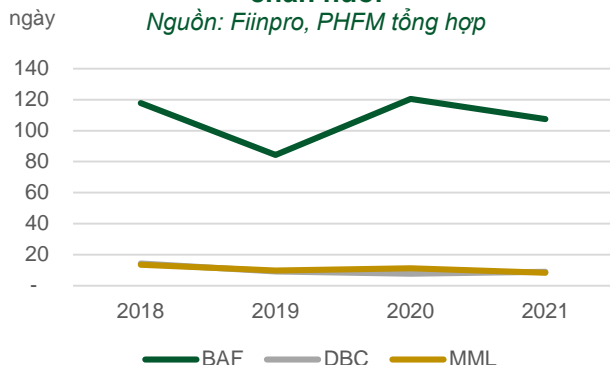
Lợi nhuận sau thuế cả năm 2021 của BAF vẫn tăng gấp 6 lần so với cùng kỳ, đạt 322 tỷ đồng.

### Kết quả kinh doanh 2021

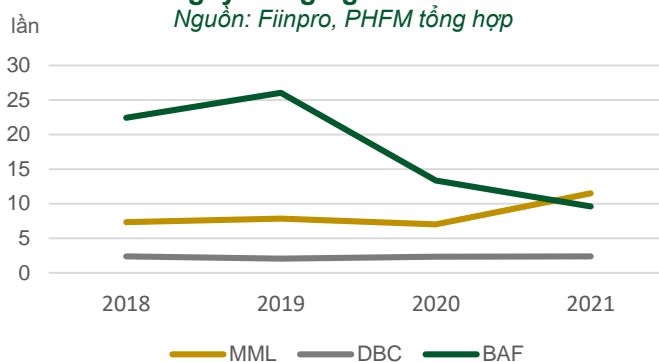
(tỷ đồng)	2020	2021	g%	Nhận định
<b>Doanh thu</b>	<b>12,846</b>	<b>10,434</b>	<b>-19%</b>	
- Kinh doanh nông sản	12,415	9,671	-22%	✓ Giảm tỷ trọng kinh doanh nông sản do biên lãi gộp thấp.
- Chăn nuôi	426	762	79%	✓ Sản lượng heo bán ra đạt 155 nghìn con, tăng 2.3 lần so với 2020.
- Cho thuê văn phòng	5.2	0.9	-83%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>195</b>	<b>487</b>	<b>149%</b>	✓ Tập trung nguồn lực cho chuỗi 3F (Feed – Farm – Food)
- Kinh doanh nông sản	126.4	215.7	71%	✓ Nguồn cung nông sản không ổn định ✓ Giá nguyên liệu đầu vào biến tăng mạnh do đứt gãy chuỗi cung ứng toàn cầu
- Chăn nuôi	66.7	273.6	310%	✓ Với vị thế là nhà thương mại nguyên liệu TACN hàng đầu Việt Nam giúp Công ty tiếp cận được nguồn cung nguyên liệu đầu vào có giá thành hợp lý. ✓ Việc áp dụng mô hình trang trại theo công nghệ 4.0 đảm bảo được năng suất heo giống và giảm thiểu chi phí không cần thiết. ✓ Các sản phẩm vượt có chất lượng vượt trội, giá bán heo hơi tối thiểu của BAF ở mức 50 nghìn - 200 nghìn đồng/kg ở các chuỗi bán lẻ.
- Cho thuê văn phòng	2	-1.7	-184%	
<b>Chi phí bán hàng</b>	<b>(1.7)</b>	<b>(15.7)</b>	<b>924%</b>	
<b>Chi phí quản lý doanh nghiệp</b>	<b>(14.8)</b>	<b>(54.3)</b>	<b>367%</b>	✓ Chi phí quản lý doanh nghiệp tăng nhằm đáp ứng việc mở rộng quy mô và vận hành 16 trại nuôi heo nái và heo thịt theo công nghệ tiên tiến.
<b>EBIT</b>	<b>179</b>	<b>431</b>	<b>141%</b>	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>46</b>	<b>322</b>	<b>600%</b>	

### (3) Đánh giá hiệu quả vòng quay tài sản

#### Số ngày phải thu khách hàng bình quân của các công ty trong ngành chăn nuôi



#### Hệ số hàng tồn kho bình quân của các công ty trong ngành chăn nuôi

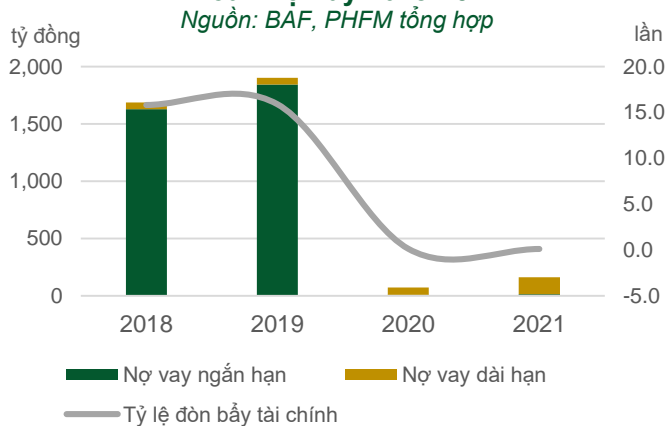


Cuối năm 2021, BAF có tổng tài sản tăng 4% lên 5,457 tỷ đồng. Trong đó, các khoản phải thu ngắn hạn là 2,863 tỷ đồng, chiếm 50% tổng tài sản, đồng thời số ngày phải thu bình quân của BAF cũng lớn hơn so với các công ty cùng ngành. Điều này thể hiện doanh nghiệp đang gặp phải rủi ro chiếm dụng vốn.

Hàng tồn kho chiếm 20% trong cơ cấu tài sản, đạt 1,088 tỷ đồng (+10%YoY). Hệ số hàng tồn kho bình quân của BAF được cải thiện dần qua từng năm nhờ lượng tồn kho hàng hóa giảm dần, có nghĩa là các sản phẩm nông sản/ thịt heo của Công ty tiêu thụ tốt và được khách hàng ưu chuộng.

### (4) Nợ vay tăng cao

#### Khoản nợ vay 2018-2021



Nợ vay của BAF trong năm 2021 tăng gấp 2.2 lần so với cùng kỳ. Trong đó, nợ vay ngắn hạn ~ 14.6 tỷ đồng (+43%YoY), chiếm 9% tổng nợ vay. Nợ vay dài hạn tăng gấp đôi so với 2020, lên mức 148.5 tỷ đồng nhằm tài trợ cho việc xây dựng các dự án trang trại nuôi heo và nhà máy sản xuất thức ăn chăn nuôi.

Tỷ lệ nợ vay/ Tổng Tài sản tăng từ 1.4% trong 2020 lên 3% trong 2021.

### (5) Tiếp tục tăng vốn để đẩy mạnh mảng chăn nuôi và chế biến thực phẩm

Tại Đại hội Cổ đông thường niên 2021 thông qua nội dung tăng vốn điều lệ từ 780 tỷ đồng lên 1,435.2 tỷ đồng (+84%YoY) bằng phương án phát hành 35.1 triệu cổ phiếu để trả cổ tức (tỷ lệ 45%) và phát hành 30.43 triệu cổ phiếu thưởng (tỷ lệ 39%). Công ty sẽ vẫn gia tăng các khoản vay ngân hàng theo tỷ lệ đòn bẩy tài chính VSCH/Nợ vay là 7:3. Ước tính đến năm 2023, nhu cầu vốn đầu tư đến năm 2023 là 4.500 tỷ đồng (trong đó, lợi nhuận năm 2022 - 2023 khoảng hơn 1,000 tỷ đồng). Tổng giám đốc BAF cũng chia sẻ thêm "Trong năm 2022 sẽ có hai quỹ đầu tư lớn trên thế giới tham gia vào BAF. Khi đó Nguồn vốn của Công ty sẽ được tăng lên khá lớn, đảm bảo cho cả nhu cầu đầu tư cho đến năm 2025, và Công ty chỉ cần tập trung vào vận hành, kỹ thuật để đảm bảo hiệu quả hoạt động cao nhất".

## Dự phóng kết quả kinh doanh 2022

(tỷ đồng)	2021	2022F	g%	Nhận định
<b>Doanh thu</b>	<b>10,434</b>	<b>6,019</b>	<b>-42%</b>	
- Kinh doanh nông sản	9,671	4,062	-58%	✓ Giảm sản lượng kinh doanh nông sản, chủ yếu sử dụng nội bộ để sản xuất thức ăn chăn nuôi.
- Chăn nuôi	762	1,279	68%	✓ Mục tiêu trong năm 2022 là bán ra thị trường 14 nghìn heo giống bố mẹ; 193 nghìn heo thịt và 51 nghìn heo cai sữa ✓ Mở rộng mạng lưới bán lẻ gồm 116 cửa hàng mẹ (Siba Food) và 1,116 Quầy Meat Shop (cửa hàng con).
- Sản xuất TACN	0	678	N/A	✓ Dự kiến đầu năm 2022, nhà máy cá BAF Tây Ninh với công suất 200 nghìn tấn/nhà máy/năm chính thức đi vào hoạt động. ✓ Bắt đầu ghi nhận doanh thu cám thương mại khi Công ty bán ưu đãi theo chính sách bán cám kèm con giống cho hộ chăn nuôi.
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>487</b>	<b>615</b>	<b>126%</b>	✓ Tập trung nguồn lực cho chuỗi 3F (Feed – Farm – Food)
- Kinh doanh nông sản	215.7	81	-62%	
- Chăn nuôi	273.6	473	73%	
- Sản xuất TACN	0	61	N/A	
<b>Chi phí bán hàng</b>	<b>(16)</b>	<b>(19)</b>	<b>19%</b>	
<b>Chi phí quản lý doanh nghiệp</b>	<b>(54)</b>	<b>(72)</b>	<b>33%</b>	✓ Gia tăng chi phí quản lý doanh nghiệp nhằm đáp ứng việc mở rộng quy mô trang trại nuôi heo và nhà máy sản xuất thức ăn chăn nuôi.
<b>EBIT</b>	<b>418</b>	<b>524</b>	<b>25%</b>	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>322</b>	<b>405</b>	<b>26%</b>	

## Chi tiết định giá và khuyến nghị:

Năm 2022, chúng tôi ước tính doanh thu thuần đạt 6,019 tỷ đồng (-42%YoY) do BAF giảm tỷ trọng mảng nông sản và chuyển hướng sang mảng chăn nuôi. Trong đó, mảng chăn nuôi là động lực tăng trưởng chính trong năm 2022 với mức tăng trưởng 72%. Đồng thời có đóng góp doanh thu đầu tiên của mảng thức ăn chăn nuôi (cám thương mại) ~678 tỷ đồng, chiếm 11% tỷ trọng tổng doanh thu BAF.

Mặc dù, giá nguyên vật liệu đầu sản xuất thức ăn chăn nuôi (TCAN) đầu vào tăng mạnh do chiến tranh giữa Nga và Ukraine (điển hình: giá ngô tăng 50%, giá đậu nành tăng 38%, giá lúa mì tăng 62% so với đầu năm 2021). Với vị thế là nhà thương mại nguyên liệu TACN hàng đầu Việt Nam và hưởng lợi từ hệ sinh thái của Tân Long Group, BAF sẽ tiếp cận được nguồn cung nguyên liệu đầu vào có giá thành hợp lý và ổn định, đồng thời công ty cũng có 3 nhà máy sản xuất cám với tổng công suất 460 nghìn tấn/năm (chủ yếu tiêu thụ nội bộ), vì vậy chi phí cám (TACN) của BAF ước tính thấp hơn 10-15% chi phí thị trường. Ngoài ra, việc áp dụng mô hình trang trại theo công nghệ 4.0 đảm bảo được năng suất heo giống và giảm thiểu chi phí không cần thiết (giảm được 25-30% chi phí nhân viên). Công ty không bán heo hơi cho thương lái mà trực tiếp giết mổ và bán sản phẩm thịt có thương hiệu (BAF Meat) tới người tiêu dùng với giá bán heo hơi từ 50 nghìn đồng – 200 nghìn đồng/kg ở các chuỗi bán lẻ. Chúng tôi ước tính biên lãi gộp mảng chăn nuôi của BAF trong năm 2022 ở mức 36%.

Lợi nhuận sau thuế dự phóng đạt 405 tỷ đồng (+26%YoY), mức tăng trưởng lợi nhuận thấp hơn 2021 do chi phí hoạt động tăng nhằm đáp ứng việc mở rộng quy mô và vận hành các trại nuôi heo mới.

Bằng phương pháp định giá DCF và P/E, mức giá hợp lý cho cổ phiếu BAF khoảng **76,000 đồng/cổ phiếu** (+23% so với giá hiện tại). Từ đó khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu này.

### Phương pháp DCF

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Lợi nhuận sau thuế	405	757	1,459	2,498	3,861
Lãi vay sau thuế	13	27	28	44	48
CAPEX	(155)	(155)	(243)	(430)	(664)
Khấu hao	30	41	57	86	100
WC	(1,897)	(647)	(1,154)	(2,075)	(2,378)
FCFF	(1,605)	22	148	123	967
DCF (WACC 10%)	(1,459)	18	111	84	601
Giá trị cuối cùng (3% g)	14,235				
Nợ ròng	(615)				
Giá trị vốn cổ phần	7,579				
SLCP	78,000,000				
<b>Giá hợp lý (VND/cp)</b>	<b>97,171</b>				

### Phương pháp P/E

EPS 2021	5,187
P/E ngành	10.6
<b>Giá hợp lý</b>	<b>55,082</b>

	DCF	P/E	Giá hợp lý
<b>Giá hợp lý (VNĐ/CP)</b>	97,171	55,082	<b>76,000 (*) VNĐ/CP</b>
<b>Tỷ trọng</b>	<b>50%</b>	<b>50%</b>	

### Rủi ro:

(1) Rủi ro hệ sinh thái trong cùng Tập đoàn (Conglomerates risk): Với hệ sinh thái khép kín, BAF được xem là mắt xích của Tân Long Group trong mảng chăn nuôi. Vì vậy, Các khoản phải thu và phải trả của Công ty với các đơn vị nằm trong hệ sinh thái Tân Long Group chiếm tỷ trọng khá lớn. Trong 2021, tổng các phải thu ngắn hạn là 2,863 tỷ đồng, tương đương 50% tổng tài sản và tổng các khoản phải trả là 3,774 tỷ đồng, tương đương 69% tổng nguồn vốn.

(2) Rủi ro nợ vay tăng: Tài trợ cho các dự án trang trại nuôi heo và nhà máy sản xuất thức ăn chăn nuôi.

(3) Rủi ro đặc thù ngành chăn nuôi: chịu ảnh hưởng bởi biến động giá heo hơi, giá nguyên vật liệu đầu vào và dịch bệnh

(4) Rủi ro pha loãng cổ phiếu: (\*) BAF đã thông qua phương án phát hành 35.1 triệu cổ phiếu để trả cổ tức (tỷ lệ 45%) và phát hành 30.43 triệu cổ phiếu thưởng (tỷ lệ 39%), nâng tổng số cổ phiếu từ 78 triệu cổ phiếu lên 143.5 triệu cổ phiếu. Do đó, giá hợp lý cổ phiếu BAF sẽ bị pha loãng, điều chỉnh xuống còn 41,310 đồng/ cổ phiếu.



## Sơ lược công ty

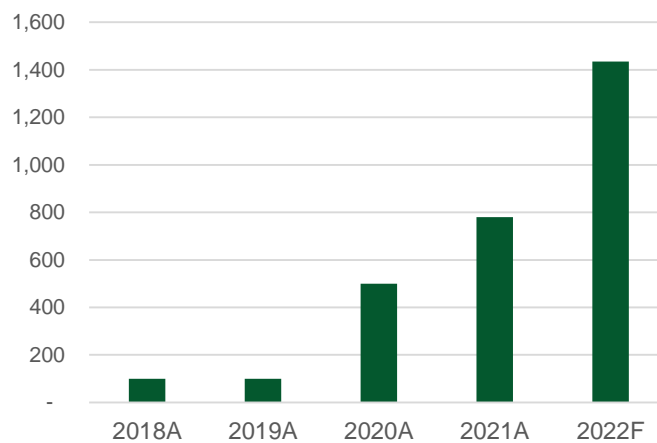
Công ty cổ phần Nông nghiệp BAF Việt Nam (BAF) là một doanh nghiệp được hình thành từ năm 2017. Công ty hoạt động chính trong lĩnh vực chăn nuôi, kinh doanh nông sản và chế biến thức ăn gia súc. Hoạt động kinh doanh của BAF được thực hiện theo mô hình khép kín 3F bao gồm thức ăn, trang trại và chế biến. Hiện tại, Công ty có nhà máy Cám Phú Mỹ (Bà Rịa-Vũng Tàu) với công suất 4,500 tấn/tháng, thực hiện cung cấp thức ăn chăn nuôi cho các trang trại của BAF. Hệ thống trang trại của BAF bao gồm 14 trang trại chăn nuôi heo theo tiêu chuẩn Châu Âu với diện tích 169 ha, quy mô 17 nghìn heo giống và hơn 80 nghìn heo thịt. Bên cạnh đó, công ty cũng sở hữu một nhà máy giết mổ và chế biến giúp đảm bảo chất lượng sản phẩm, công suất dự kiến 4,000 con/ngày. Các sản phẩm của BAF được phân phối thông qua các kênh truyền thống và hệ thống siêu thị. Ngày 03/12/2021, BAF chính thức giao dịch tại Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE).



**Vị thế doanh nghiệp:** BAF là nhà thương mại nguyên liệu TACN hàng đầu Việt Nam, và đứng top 5 thị trường heo hơi Việt Nam (về tổng đàn)

**Chiến lược kinh doanh:** BAF định hướng giảm dần hoạt động mảng kinh doanh nông sản, tập trung nguồn lực đầu tư vào hoạt động chăn nuôi. Mục tiêu của Công ty đến năm 2023 là chiếm 8-10% thị phần heo thịt và đứng vào danh sách top 3 công ty chăn nuôi và chế biến thực phẩm tại Việt Nam.

## Quá trình tăng vốn (tỷ VNĐ)



Nguồn: BAF, PHFM tổng hợp

**Báo cáo tài chính (tỷ VNĐ)**

<b>Kết quả kinh doanh</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>
Doanh thu thuần	9,226	17,288	12,846	10,434	6,019
Giá vốn hàng bán	(9,103)	(17,092)	(12,650)	(9,947)	(5,403)
Lợi nhuận gộp	123	196	195	488	615
Chi phí bán hàng	(1)	(1)	(2)	(16)	(19)
Chi phí QLDN	(6)	(8)	(15)	(54)	(72)
Lợi nhuận từ HĐKD	116	187	179	418	524
Lợi nhuận tài chính	(93)	(174)	(115)	(27)	(34)
Chi phí lãi vay	(97)	(174)	(115)	(8)	(11)
Lợi nhuận trước thuế	17	16	58	390	491
Lợi nhuận sau thuế	15	13	46	322	405
LNST của cổ đông Công ty mẹ	15	13	46	322	405
<b>Cân đối kế toán</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>
<b>Tài Sản Ngắn Hạn</b>	<b>3,579</b>	<b>6,036</b>	<b>4,665</b>	<b>4,303</b>	<b>5,799</b>
Tiền và tương đương tiền	6	29	68	291	421
Đầu tư tài chính ngắn hạn	56	11	17	49	20
Phải thu ngắn hạn	3,110	5,089	3,583	2,863	3,809
Hàng tồn kho	406	907	989	1,088	1,544
Tài sản ngắn hạn khác	1	0	8	12	4
<b>Tài Sản Dài Hạn</b>	<b>124</b>	<b>301</b>	<b>580</b>	<b>1,147</b>	<b>1,199</b>
Phải thu dài hạn	42	85	92	99	57
Tài sản cố định	46	45	214	541	698
Bất động sản đầu tư	1	15	15	15	14
Chi phí xây dựng dở dang	-	111	118	248	273
Đầu tư tài chính dài hạn	2	15	35	63	36
Tài sản dài hạn khác	33	30	107	180	120
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>3,703</b>	<b>6,338</b>	<b>5,246</b>	<b>5,450</b>	<b>6,998</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>3,596</b>	<b>6,218</b>	<b>4,680</b>	<b>4,002</b>	<b>4,491</b>
Nợ ngắn hạn	3,536	5,967	4,616	3,851	3,694
Nợ dài hạn	60	251	64	151	797
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>107</b>	<b>120</b>	<b>566</b>	<b>1,447</b>	<b>2,507</b>
Vốn góp	100	100	500	780	1,435
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>3,703</b>	<b>6,338</b>	<b>5,246</b>	<b>5,450</b>	<b>6,998</b>

Lưu chuyển tiền tệ	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	(1,176)	(230)	1,823	157	(1,506)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(123)	38	(276)	(351)	(155)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	1,286	216	(1,508)	417	1,792
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(12)	23	39	223	130
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	19	6	29	68	291
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	6	29	68	291	421
Chỉ số tài chính (%)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E
Tăng trưởng					
Doanh thu	218.1%	87.4%	-25.7%	-18.8%	-42.3%
Lợi nhuận sau thuế	N/A	-16.1%	253.6%	602.2%	25.7%
Tổng tài sản	144.4%	71.2%	-17.2%	3.9%	28.4%
Tổng vốn chủ sở hữu	16.9%	11.7%	372.3%	155.9%	73.2%
Khả năng sinh lời					
Tỷ suất lãi gộp	1.3%	1.1%	1.5%	4.7%	10.2%
Tỷ suất EBIT	1.3%	1.1%	1.4%	4.0%	8.7%
Tỷ suất lãi ròng	0.2%	0.1%	0.4%	3.1%	6.7%
ROA	0.4%	0.2%	0.9%	5.9%	5.6%
ROE	14.4%	10.8%	8.1%	22.2%	16.1%
Hiệu quả hoạt động					
Số ngày phải thu	118	106	99	94	180
Số ngày tồn kho	16	19	28	39	103
Số ngày phải trả	75	84	122	149	217
Khả năng thanh toán					
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.0	1.0	1.0	1.1	1.6
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.9	0.9	0.8	0.8	1.2
Cấu trúc tài chính					
Tổng nợ/Tổng tài sản	1.0	1.0	0.9	0.7	0.6
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	33.5	51.9	8.3	2.8	1.8
Vay ngắn hạn/VCSH	15.2	15.4	0.0	0.0	0.1
Vay dài hạn/VCSH	0.6	0.5	0.1	0.1	0.3

Nguồn: PHFM

## Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi Tôn Nữ Nhật Minh, Chuyên viên phân tích – Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

## Định nghĩa xếp loại

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

## Miễn trách

Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng/Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của báo cáo. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng/Quản lý Quỹ Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng/Quản lý Quỹ Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

### © Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS).

Tòa nhà CR3-03A, Tầng 3, 109 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5479

Fax: (+84-28) 5 413 5472

Customer Service: (+84-28) 5 411 8855

Call Center: (+84-28) 5 413 5488

E-mail: [info@phs.vn](mailto:info@phs.vn) / [support@phs.vn](mailto:support@phs.vn)

Web: [www.phs.vn](http://www.phs.vn)

### PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08, 107 Tôn Dật Tiên, P. Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

### Chi nhánh Quận 3

Tầng 2, Tòa nhà Phương Nam, 157 Võ Thị Sáu, Quận 3, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

### Chi Nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex, Trung Hòa Nhân Chính, Quận Thanh Xuân, Hà Nội.

Phone: (84-24) 6 250 9999

Fax: (84-24) 6 250 6666

### Chi nhánh Tân Bình

Tầng trệt, P. G.4A, Tòa nhà E-Town 2, 364 Cộng Hòa, Phường 13, Quận Tân Bình, Tp.HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2405

Fax: (+84-28) 3 813 2415

### Chi Nhánh Hà Nội

Tầng 5, Tòa nhà Vinafor, Số 127 Lò Đúc, Phường Đồng Mác, Quận Hai Bà Trưng

Phone: (84-24) 3 933 4566

Fax: (84-24) 3 933 4820

### Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco, 18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng

Phone: (+84-22) 384 1810

Fax: (+84-22) 384 1801

### Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby

81-83-83B-85 Hàm Nghi,

Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, TP HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060

Fax: (+84-28) 3 535 2912