

**CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam - BAF**

**Khả quan**

**Triển vọng cuối năm tươi sáng hơn**

Giá mục tiêu (12M)

VND26.700

Hàng tiêu dùng | CẬP NHẬT

Consensus\*: Mua:0 Giữ:0 Bán:0

Giá mục tiêu / Consensus: N/a

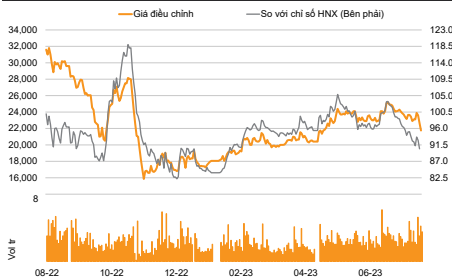
**Thay đổi trọng yếu trong báo cáo**

➢ Giảm EPS 2023/2024 xuống 34,4%/29,7%.

- BAF ghi nhận doanh thu (DT) và lợi nhuận (LN) ròng giảm 17,3%/88,9% svck trong 6T23, thấp hơn dự phóng cả năm của chúng tôi.
- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng cải thiện 13,4% svck trong nửa cuối năm và 15,9% svck trong 2024 nhờ giá lợn hơi cải thiện và tăng quy mô đàn lợn.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 26.700đ/cp.

Khuyến nghị trước đó	Khả quan
Giá mục tiêu trước đó	VND27.200
Giá thị trường	VND21.750
Cao nhất 52 tuần (VND)	31.800
Thấp nhất 52 tuần (VND)	15.850
GTĐBQ 3 tháng (tr VND)	69.832
Thị giá vốn (tỷ VND)	2.456
Free float	56%
Tỷ suất cổ tức	0,00%
P/E trượt (x)	10,7
P/B hiện tại (x)	1,79

**Diễn biến giá**



Nguồn: VND RESEARCH

**Cơ cấu sở hữu**

Siba Holdings	20,5%
Bui Huong Giang	13,3%
Phan Ngoc An	6,4%
Khác	59,80%

Nguồn: VND RESEARCH

**Chuyên viên phân tích:**



**Hà Thu Hiền**

hien.hathu@vndirect.com.vn

**KQKD Q2/23: Tác động tiêu cực bởi chi phí lãi vay cao**

BAF ghi nhận doanh thu thuần tăng 14,5% svck trong Q2/23 chủ yếu nhờ mảng kinh doanh nông sản tăng 24,1% svck trong khi doanh thu mảng 3F (trang trại – thức ăn chăn nuôi – thực phẩm) giảm 24,8% svck. Theo ban lãnh đạo, doanh thu 3F sụt giảm do 1) ba trang trại mới đưa vào hoạt động chậm hơn dự kiến và 2) BAF chủ động giữ lại một lượng lớn heo cai sữa cho các trang trại mới. Bên cạnh đó, biên LN gộp cải thiện 1,6 điểm % svck trong Q2/23 nhờ chi phí đầu vào thức ăn chăn nuôi giảm. Tuy nhiên, chi phí lãi vay tăng 46 lần lên 46 tỷ đồng trong Q2/23 do các khoản vay ngắn hạn tăng 55% svck nhằm đầu tư xây dựng các trang trại mới ở Bình Phước và Nghệ An. Do đó, LN ròng của BAF giảm 72,6% svck trong Q2/23.

**Kỳ vọng LN ròng tăng trưởng đáng kể trong nửa cuối năm và 2024**

Chúng tôi kỳ vọng BAF ghi nhận doanh thu cải thiện 16,1%/7,4% svck và biên LN gộp cải thiện 3,8 điểm %/0,5 điểm % svck trong nửa cuối 2023 và năm 2024. Tuy nhiên, việc đầu tư cho các dự án trang trại mới sẽ dẫn đến tổng nợ vay cao hơn (đạt 1.520 tỷ đồng, +59% svck trong 2023), chúng tôi kỳ vọng chi phí tài chính sẽ tăng 1,5 lần svck trong nửa cuối năm và đi ngang trong 2024. Do đó, chúng tôi dự phóng LN ròng của BAF có thể đạt 186 tỷ đồng (+13,5% svck)/232 tỷ đồng (+15,9% svck) trong nửa cuối 2023 và cả năm 2024.

**Thay đổi dự phóng 2023-24**

Chúng tôi hạ giảm dự phóng DT trong 2023-24 xuống 18,0%/17,2% so với báo cáo trước do giảm dự phóng sản lượng bán trong mảng kinh doanh nông sản và mảng 3F. Ngoài ra, chúng tôi tăng dự phóng chi phí lãi vay lên 84,5%/51% so với báo cáo trước do công ty sẽ tiếp tục duy trì vay nợ ở mức cao để đầu tư cho trang trại mới. Do đó, dự phóng lợi nhuận ròng giảm 34,4%/29,7% so với báo cáo trước đó.

**Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 26.700đ/cp**

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan cho BAF và giảm giá mục tiêu 1,8% do 1) giảm EPS 2023/24 xuống 34,4%/29,7% so với dự báo trước đó nhưng được bù đắp bởi 2) giá định khả quan hơn về lãi suất phi rủi ro (3% so với 4% trước đó) và phần bù rủi ro (10% so với 11% trước đó) do điều kiện thị trường tốt hơn và 3) chuyển định giá mục tiêu sang năm 2024. Tiềm năng tăng giá bao gồm 1) nhu cầu thịt và giá lợn hơi cao hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá bao gồm 1) mức tiêu thụ thịt ở Việt Nam thấp hơn dự kiến, 2) tiến độ xây dựng các trang trại mới chậm hơn dự kiến và 3) giá nguyên liệu đầu vào thức ăn chăn nuôi tăng nhanh hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	10.434	7.047	5.902	6.338
Tăng trưởng DT thuần	(18,8%)	(32,5%)	(16,3%)	7,4%
Biên lợi nhuận gộp	4,7%	6,9%	8,7%	9,2%
Biên EBITDA	3,5%	4,2%	2,6%	1,8%
LN ròng (tỷ)	322	292	200	232
Tăng trưởng LN ròng	602,0%	(9,2%)	(31,4%)	15,9%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	2.242	2.035	1.395	1.618
EPS điều chỉnh	2.242	2.035	1.395	1.618
BVPS	18.652	12.179	13.581	15.207
ROAE	31,8%	18,2%	10,8%	11,2%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Triển vọng cuối năm tươi sáng hơn

### Luận điểm đầu tư

Chúng tôi ưa thích BAF do:

- Trong ngắn hạn, chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng 3F sẽ tăng trưởng trở lại trong Q3/23 nhờ 1) số lượng lợn cai sữa được giữ lại trong Q2/23 sẽ được cung cấp ra thị trường trong T8/2023, 2) nhu cầu tiêu thụ sẽ tăng trở lại từ Q3/23 theo sự phục hồi chung của nền kinh tế và 3) Quý 4 thường là quý cao điểm của tiêu thụ thịt lợn do trùng với dịp Tết nguyên đán.
- BAF cũng có tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn nhờ mở rộng quy mô đàn lợn với các trang trại mới và mở rộng hệ thống phân phối thông qua chuỗi siêu thị Siba Food và cửa hàng bán lẻ Meat shop. Chúng tôi kỳ vọng BAF ghi nhận biên LN gộp cải thiện 1,8 điểm % trong 2023, nhờ mảng 3F tiếp tục tăng tỷ trọng đóng góp vào LN gộp tổng với biên LN gộp cao hơn mảng kinh doanh nông sản.
- Chúng tôi quan sát thấy giá cổ phiếu của các DN sản xuất thịt như DBC, HAG, VLC đã tăng lần lượt 63,4%, 13,9%, 19,2% từ ngày 17/4 (thời điểm giá lợn hơi bắt đầu phục hồi) đến ngày 11/8 so với đà tăng của giá lợn hơi (+23,0%). Trong khi đó, giá cổ phiếu của BAF tăng 4,5% kể từ ngày 17/4, thấp hơn so với đà tăng của VN-INDEX là 16,8%. Chúng tôi cho rằng giá lợn hơi sẽ tiếp tục cải thiện 11,6%/4,0% so với quý trước trong Q3 và Q4/23, do đó chúng tôi kỳ vọng giá cổ phiếu BAF vẫn còn tiềm năng tăng giá trong ngắn hạn.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan cho BAF với giá mục tiêu thấp hơn là 26.700 đ/cp. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên sự kết hợp giữa phương pháp chiết khấu dòng tiền và hệ số EV/EBITDA với tỷ trọng ngang nhau.

- EPS trong giai đoạn 2023-24 được điều chỉnh giảm 34,4%/33,2%. Tuy nhiên, chúng tôi giảm lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro xuống 3,0% và 10,0% từ mức 4,0% và 11,0% trong báo cáo trước do điều kiện thị trường tốt hơn.
- Chúng tôi áp dụng EV/EBITDA mục tiêu là 7,5 lần (chiết khấu 14% so với mức trung bình ngành) trên EPS năm 2024 thay vì năm 2023 trong các báo cáo trước đó.

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 1: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	27.373	50%	13.686
EV/EBITDA	26.000	50%	13.000
Giá trung bình (đồng)			26.686
<b>Giá mục tiêu 2023</b>			<b>26.700</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Định giá EV/EBITDA

EBITDA 2024	642
Hệ số EV/EBITDA mục tiêu (lần)	7,5
Tổng nợ (tỷ đồng)	1.574
Lợi ích cổ đông thiểu số (tỷ đồng)	0
Tiền và tương đương tiền (tỷ đồng)	502
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	<b>3.742</b>
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	143,5
<b>Giá cổ phiếu 2023</b>	<b>26.000</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Phương pháp định giá DCF

Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	3.080
Giá trị hiện tại của giá trị doanh nghiệp năm cuối mô hình (tỷ đồng)	1.553
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	4.633
Nợ ròng (tỷ đồng)	(704)
Giá trị vốn (tỷ đồng)	3.929
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	144
<b>Giá trị vốn/cp (đồng)</b>	<b>27.373</b>
WACC	10,1%
Chi phí vốn	13,6%
Tăng trưởng dài hạn	1,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 4: So sánh doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu ngày 11/08/2023)

Công ty sản xuất thịt	Mã	Giá mục tiêu (Đv tiền bản địa)	Giá đóng cửa (Đv tiền bản địa)	Vốn hóa (tr US\$)	P/E (lần) Trượt	Tăng trưởng EPS 3 năm (%)	EV/EBITDA (lần)	ROA (%)	ROE (%)
					12T	2023	2023	2023	2024
Charoen pokphand foods PUB	Bloomberg	N/a	N/a	4.594	37,1	17,1	10,7	11,0	9,5
Thai union group PCL		N/a	N/a	1.774	12,6	10,2	28,8	10,4	8,8
Henan Shuanghui Investment-A	TU TB		25,3	12.110	14,7	13,5	0,3	10,4	9,1
Công ty Cổ phần Tập đoàn Dabaco Việt Nam	DBC VN	15.900	25.850	263	19,5	12,6	72,0	10,6	8,5
Công ty Cổ phần Masan MEATLife	MML VN	N/a	32.400	446	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Công ty Cổ phần Hoàng Anh Gia Lai	HAG VN	N/a	9.190	359	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
<b>Trung bình</b>					<b>21,0</b>	<b>13,4</b>	<b>27,9</b>	<b>10,6</b>	<b>9,0</b>
<b>CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam</b>	<b>BAF VN</b>	<b>26.700</b>	<b>22.200</b>	<b>134</b>	<b>15,9</b>	<b>13,7</b>	<b>62,1</b>	<b>7,5</b>	<b>6,1</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

## KQKD Q2/23: Tác động tiêu cực bởi chi phí lãi vay cao

Hình 5: So sánh KQKD Q2/23

Tỷ đồng	Q2/23	Q2/22	svck	6T23	6T22	svck	Dự phóng 2023	% so với dự phóng	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	<b>1.638</b>	<b>1.431</b>	<b>14,5%</b>	<b>2.455</b>	<b>2.969</b>	<b>-17,3%</b>	<b>7.193</b>	<b>34,1%</b>	
Kinh doanh nông sản	1.369	1.103	24,1%	1.844	2.348	-21,5%	5.413	34,1%	Doanh thu mảng kinh doanh nông sản tăng 24,1% svck trong Q2/23 do nhu cầu tích trữ các sản phẩm nông sản trong nước tăng trong bối cảnh Nga rút khỏi sáng kiến hạt biển Đen và El Nino sẽ tác động tiêu cực hơn trong nửa cuối năm.
Mãng 3F	246	327	-24,8%	588	621	-5,3%	1.776	33,1%	Chúng tôi cho rằng doanh thu mảng 3F giảm 24,8% svck chủ yếu do sản lượng bán ra giảm hơn 20% svck trong khi giá bán trung bình tăng nhẹ trong Q2/23. Theo ban lãnh đạo, sản lượng tiêu thụ sụt giảm là do 1) ba trang trại mới ở Bình Phước và Nghệ An đưa vào hoạt động chậm hơn dự kiến vào T6/2023 (kế hoạch trước đó là trong Q1/23) và 2) BAF đã chủ động giữ lại một lượng lớn heo cai sữa để nuôi thành heo thịt tại các trang trại mới thay vì bán heo giống.
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>102</b>	<b>66</b>	<b>55,1%</b>	<b>166</b>	<b>207</b>	<b>-19,9%</b>	<b>606</b>	<b>27,4%</b>	
Biên LN gộp	6,2%	4,6%	1,6đ %	6,8%	7,0%	-0,2đ %	8,4%	-1,6đ %	Biên LN gộp cải thiện 1,6 điểm % svck chủ yếu nhờ giá thức ăn chăn nuôi đầu vào giảm trong Q2/23. Dựa trên ước tính của chúng tôi, giá nguyên liệu đầu vào cho thức ăn chăn nuôi đã giảm trung bình 15%-20% svck trong Q2/23.
<b>Chi phí BH và QLDN</b>	<b>48</b>	<b>35</b>	<b>38,0%</b>	<b>93</b>	<b>65</b>	<b>43,2%</b>	<b>177</b>	<b>52,6%</b>	
% chi phí BH và QLDN/DT	3,0%	2,5%	0,5đ %	3,8%	2,2%	1,6đ %	2,5%	1,3đ %	
Chi phí BH	24	16	46,2%	45	26	71,2%	88	50,3%	
% chi phí BH/DT	1,4%	1,1%	0,3đ %	1,8%	0,9%	0,9đ %	1,2%	0,6đ %	
Chi phí QLDN	25	19	31,0%	49	39	24,6%	89	54,7%	
% chi phí QLDN/DT	1,5%	1,3%	0,2đ %	2,0%	1,3%	0,7đ %	1,2%	0,8đ %	
<b>EBIT</b>	<b>54</b>	<b>31</b>	<b>74,5%</b>	<b>73</b>	<b>142</b>	<b>-48,8%</b>	<b>429</b>	<b>16,9%</b>	
Biên EBIT	3,3%	2,2%	1,1đ %	3,0%	4,8%	-1,8đ %	6,0%	-3,0đ %	
<b>Chi phí lãi vay</b>	<b>46</b>	<b>1</b>	<b>2981%</b>	<b>68</b>	<b>3</b>	<b>2337%</b>	<b>62</b>	<b>110%</b>	Chi phí lãi vay tăng mạnh do các khoản vay ngắn hạn tăng đáng kể 55% svck để đầu tư các trang trại mới ở Bình Phước và Nghệ An.
<b>LN trước thuế</b>	<b>14</b>	<b>51</b>	<b>-72,9%</b>	<b>18</b>	<b>155</b>	<b>-88,6%</b>	<b>371</b>	<b>4,8%</b>	
Biên LN trước thuế	0,8%	3,6%	-2,7đ %	0,7%	5,2%	-4,5đ %	5,2%	-4,5đ %	
<b>Chi phí thuế</b>	<b>3</b>	<b>11</b>	<b>-73,9%</b>	<b>4</b>	<b>27</b>	<b>-86,8%</b>	<b>65</b>	<b>5,5%</b>	
Thuế suất	20,6%	21,4%	-0,8đ %	20,1%	16,8%	3,3đ %	17,6%	2,5đ %	
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>11</b>	<b>40</b>	<b>-72,6%</b>	<b>14</b>	<b>128</b>	<b>-88,9%</b>	<b>305</b>	<b>4,6%</b>	<b>Thấp hơn dự phóng của chúng tôi</b>
Biên LN ròng	0,7%	2,8%	-2,1đ %	0,6%	4,3%	-3,7đ %	4,2%	-3,6đ %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### BAF ghi nhận biên lợi nhuận gộp cao hơn so với các công ty cùng ngành trong Q2/23

Dựa trên ước tính của chúng tôi, các DN sản xuất thịt niêm yết ghi nhận kết quả kinh doanh trái chiều trong Q2/23 với tổng doanh thu tăng 12,7% svck nhưng tổng LN ròng giảm 7,4% svck. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy tín hiệu tích cực về biên LN gộp của các công ty này khi hầu hết các công ty ghi nhận biên LN gộp cải thiện trong Q2/23 nhờ giá nguyên liệu đầu vào thức ăn chăn nuôi giảm. Trong đó, chúng tôi nhận thấy BAF ghi nhận tốc độ phục hồi biên LN gộp nhanh hơn so với các công ty khác với mức cải thiện 15,1 điểm % svck và 8,1 điểm % so với quý trước trong Q2/23.

Hình 6: KQKD kinh doanh của các doanh nghiệp sản xuất thịt trong Q2/23 (đơn vị: tỷ đồng)

Mã CK	Doanh nghiệp sản xuất thịt	Doanh thu			Biên LN gộp			Lợi nhuận ròng			Chú thích
		Q2/23	svck	sv quý trước	Q2/23	svck	sv quý trước	Q2/23	svck	sv quý trước	
DBC	Công ty Cổ phần Tập đoàn Dabaco Việt Nam	3.539	17,7%	47,3%	6,6%	-0,4đ %	11,3đ %	327	2235,7%	Từ Lỗ ròng sang lãi ròng	DBC ghi nhận kết quả tích cực trong Q2/23 chủ yếu nhờ ghi nhận doanh thu việc bán giao dự án bất động sản chung cư Huyền Quang và mảng kinh doanh thương mại (siêu thị, nhà hàng, khách sạn) phục hồi so với Q2/22.
MML	Công ty Cổ phần Masan MEATLife	1.703	68,6%	6,4%	11,4%	6,0đ %	-0,3đ %	(125)	Lỗ ròng	Lỗ ròng	MMI ghi nhận doanh thu tăng 68,6% svck nhờ 1) ghi nhận doanh thu phân khúc thịt chế biến (được chuyển giao từ Masan Consumer) – chiếm 40% doanh thu của MML (dựa trên ước tính của chúng tôi) và 2) chương trình quảng bá thương hiệu với hội viên WIN giúp tăng số lượng đơn hàng và doanh thu lần lượt 48% và 35% svck trong Q2/23.
VSN	Công ty cổ phần Việt Nam Kỹ nghệ Súc sản	809	-11,2%	-9,6%	23,2%	0,0đ %	-1,5đ %	28	-7,7%	-19,7%	
BAF	Công ty Cổ phần Nông nghiệp BaF Việt Nam	246	-24,8%	-28,1%	25,4%	15,1đ %	8,1đ %	11	-72,5%	266,7%	
HAG	Công ty Cổ phần Hoàng Anh Gia Lai	444	71,4%	68,8%	12,4%	-10,1đ %	12,0đ %	113	-59,6%	-61,2%	Doanh thu mảng chăn nuôi của HAG tăng 71,4% svck trong Q2/23 chủ yếu do mức nền thấp trong Q2/22. Công ty đã bắt đầu thâm nhập sâu hơn vào ngành sản xuất thịt bằng việc tung ra sản phẩm "Heo an chuoi" từ Q3/22. Tuy nhiên, lợi nhuận ròng của HAG giảm 59,6% svck chủ yếu do chi phí lãi vay tăng cao.
NCG	Công ty cổ phần Tập đoàn Nova Consumer	815	0,9%	-11,9%	6,5%	-0,1đ %	0,4đ %	(68)	Từ lãi ròng sang lỗ ròng	Lỗ ròng	
HPG*	CTCP Nông nghiệp Hòa Phát ( Mảng nông nghiệp của Hòa Phát)	1.479	-12,8%	-6,9%	7,1%	3,6đ %	11,4đ %	54	311%	Từ Lỗ ròng sang lãi ròng	Chúng tôi cho rằng HPG ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận đáng kể trong Q2/23 chủ yếu nhờ khoản lợi nhuận ghi nhận một lần từ việc thanh lý đàn bò.

\*Dựa trên ước tính của chúng tôi

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Triển vọng tích cực hơn với mảng 3F trong nửa cuối năm

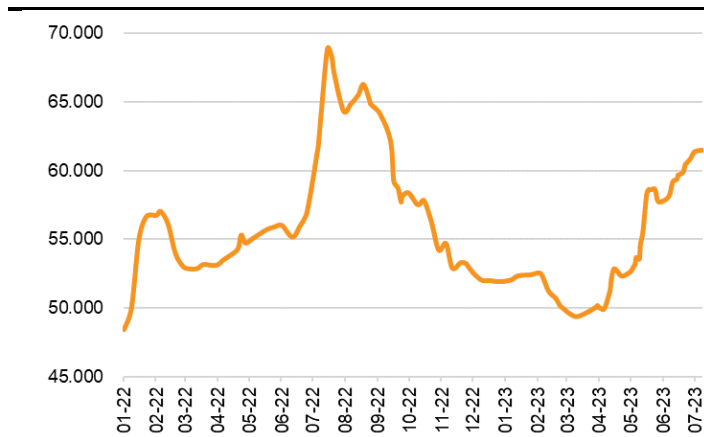
### Giá lợn hơi tiếp tục đà tăng

Giá lợn hơi nội địa trong T8/2023 đã tăng 15,2% kể từ đầu năm do nguồn cung thịt lợn từ các hộ chăn nuôi nhỏ giảm trong khi nhu cầu về thịt lợn cải thiện nhẹ trong bối cảnh hoạt động du lịch phục hồi.

Chúng tôi kỳ vọng giá lợn hơi trong nước tiếp tục cải thiện trong nửa cuối 2023 nhờ 1) nhu cầu phục hồi dần từ Q3/23, 2) nguồn cung từ các hộ chăn nuôi nhỏ lẻ vẫn hạn chế cho đến Q4/23, 3) chính phủ thắt chặt kiểm soát nhập khẩu thịt lợn trái phép vào Việt Nam và 4) giá lợn hơi trong Q4/22 ở mức nền thấp do dư thừa nguồn cung. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá lợn hơi sẽ tăng rõ rệt hơn trong Q3/23-Q4/23 (+11,6%/4,0% sv quý trước) lên mức trung bình 62.000 đồng/kg – 65.000 đồng/kg. Trong giai đoạn 2023-24, chúng tôi dự báo giá heo trung bình sẽ tăng 5%/6% svck lên 59.000 đồng/kg – 63.000 đồng/kg.

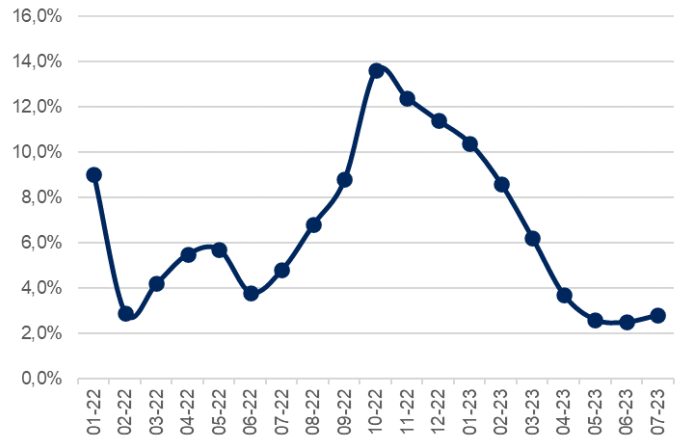
Với BAF, chúng tôi kỳ vọng giá bán lẻ của công ty có thể tăng 2,0%/1,0% svck trong 2023-24 nhờ đà tăng của giá thịt lợn hơi trung bình trên thị trường.

Hình 7: Giá lợn hơi tăng rõ rệt từ T5/2023 (đơn vị: đồng/kg)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, ANOVA FEED

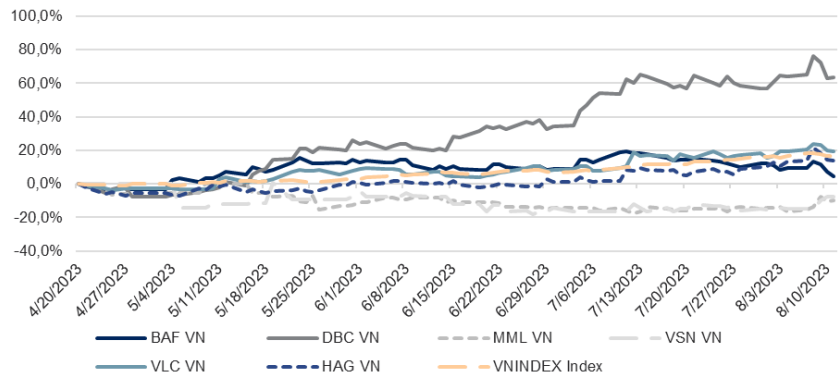
Hình 8: Chúng tôi nhận thấy tỷ lệ tăng trưởng đàn lợn tại Việt Nam đã chậm lại trong Q2/23 (đơn vị: %)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TCTK

Chúng tôi quan sát thấy giá cổ phiếu của các DN sản xuất thịt như DBC, HAG, VLC đã tăng lần lượt 63,4%, 13,9%, 19,2% từ ngày 17/4 (thời điểm giá lợn hơi bắt đầu phục hồi) đến ngày 11/8 so với đà tăng của giá lợn hơi (+23,0%). Trong khi đó, giá cổ phiếu của BAF tăng 4,5% kể từ ngày 17/4, thấp hơn so với đà tăng của VN-INDEX là 16,8%.

Hình 9: Biến động giá cổ phiếu các doanh nghiệp sản xuất thịt niêm yết từ ngày 17/04 đến 11/08



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

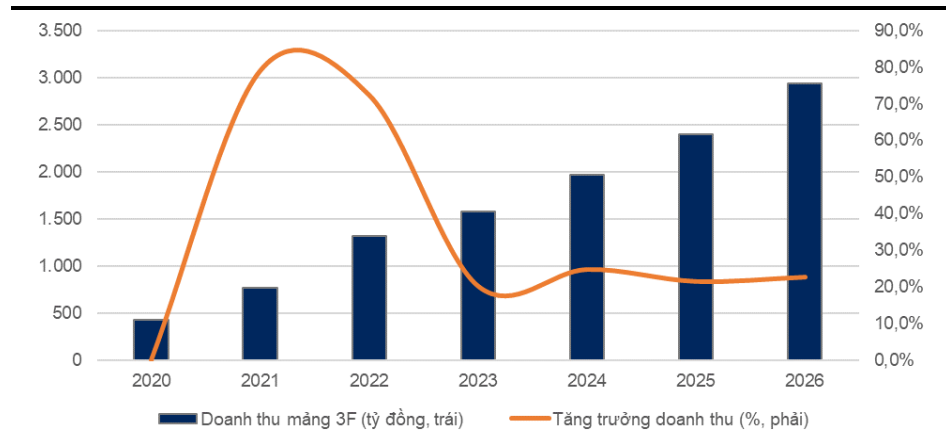
### Sản lượng tăng tích cực hơn từ Q3/23

Theo ban lãnh đạo, BAF đã chủ động giữ lại một số lượng lớn lợn cai sữa để bổ sung cho các trang trại mới thay vì bán dưới dạng con giống. Chúng tôi kỳ vọng số lượng lợn này sẽ được cung cấp ra thị trường từ T8/2023 – giúp thúc đẩy doanh thu của mảng 3F tăng trưởng trong Q3/23 trong bối cảnh nhu cầu phục hồi và nguồn cung vẫn còn hạn chế. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng cho rằng quý 4 thường là quý cao điểm của tiêu thụ thịt do trùng với dịp Tết Nguyên đán. Do đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu 3F sẽ tăng đáng kể 59,8% svck trong nửa cuối năm 2023.

Cũng theo ban lãnh đạo, BAF có kế hoạch xây dựng thêm ba trang trại mới tại Nghệ An và Tây Ninh và các trang trại này sẽ đi vào hoạt động trong Q1/24. Dựa trên ước tính của chúng tôi, tổng đàn lợn của BAF sẽ tăng 50% svck so với năm 2022 và 20% svck vào năm 2024 – giúp sản lượng bán của công ty

tăng 4,2%/12,7% svck trong 2023-24. Do đó, trong giai đoạn 2023-24, chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng 3F sẽ tăng 20,2%/24,8% svck.

**Hình 10: Chúng tôi kỳ vọng mảng 3F ghi nhận doanh thu tăng trưởng kép 23,0% svck trong 2023-26**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Thêm vào đó, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng kinh doanh nông sản sẽ giảm 24,7% svck trong 2023 và tăng nhẹ 1,0% svck trong 2024 do sản lượng bán giảm 18,9% svck, sau đó tăng nhẹ 2,0% svck trong khi giá bán giảm 4,5%/0,7% svck. Do vậy, chúng tôi dự phóng doanh thu BAF giảm 16,3% svck trong 2023 và cải thiện 7,4% svck trong 2024.

### Biên LN gộp cải thiện trong 2023-24 nhờ chi phí đầu vào thấp hơn

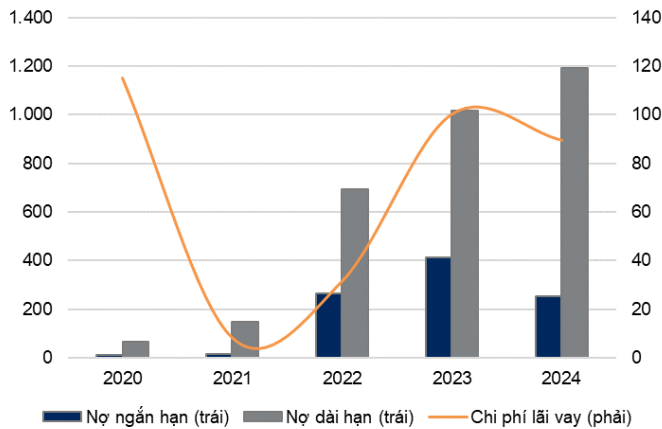
Chúng tôi dự phóng mảng 3F sẽ đóng góp 81,6%/90,0% vào LN gộp tổng của BAF trong 2023-24 (từ mức 66,0% trong 2022), với biên LN gộp tăng 3,0 điểm %/0,2 điểm % svck nhờ chi phí đầu vào giảm. Chúng tôi nhận thấy giá hàng hóa sẽ đảo chiều tăng sau khi Nga tuyên bố rút khỏi thỏa thuận ngũ cốc Biển Đen. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mức tăng giá có thể không cao bằng mức năm 2022 do nhiều quốc gia đã gia tăng sản lượng để bù đắp sự thiếu hụt từ Nga hay Ukraine. Do đó, chúng tôi cho rằng công ty vẫn được hưởng mức giá nguyên liệu cho thức ăn chăn nuôi thấp hơn trong 2023 so với 2022 với biên LN gộp cải thiện 1,8 điểm %/0,5 điểm % trong 2023-24.

### Chi phí lãi vay cao ảnh hưởng tới LN ròng trong 2023-24

Chúng tôi cho rằng BAF sẽ tiếp tục vay ngắn hạn để đầu tư xây dựng các trang trại mới trong năm 2023. Chúng tôi dự phóng tổng nợ đạt 1.520 tỷ đồng trong 2023 (so với 956 tỷ đồng trong 2022) kéo theo chi phí lãi vay tăng 3,5 lần svck lên 111 tỷ đồng. Do đó, chúng tôi dự báo LN ròng của BAF sẽ giảm 31,4% svck trong 2023, đạt mức 200 tỷ đồng.

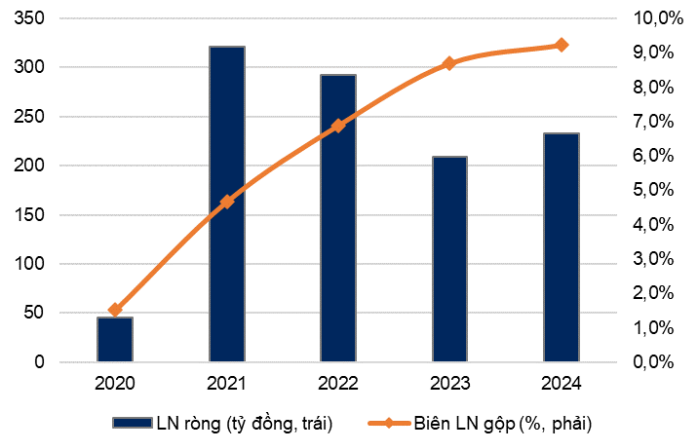
Trong 2024, chúng tôi kỳ vọng doanh thu của BAF tăng 7,4% svck do 1) doanh thu mảng 3F tăng 24,8% svck và 2) doanh thu mảng kinh doanh nông sản tăng 1,0% svck. Bên cạnh đó, biên LN gộp dự phóng tăng 0,5 điểm% svck trong năm 2024 nhờ tỷ trọng đóng góp cao hơn từ mảng 3F vào LN gộp tổng của BAF. Do đó, chúng tôi dự phóng LN ròng của BAF sẽ tăng 15,9% svck trong 2024.

Hình 11: Tổng nợ tăng trong giai đoạn 2023-24 nhằm thực hiện kế hoạch mở rộng (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 12: Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp của BAF tăng 1,8%/0,5 điểm % trong năm 2023- 24



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Thay đổi dự phóng 2023-24

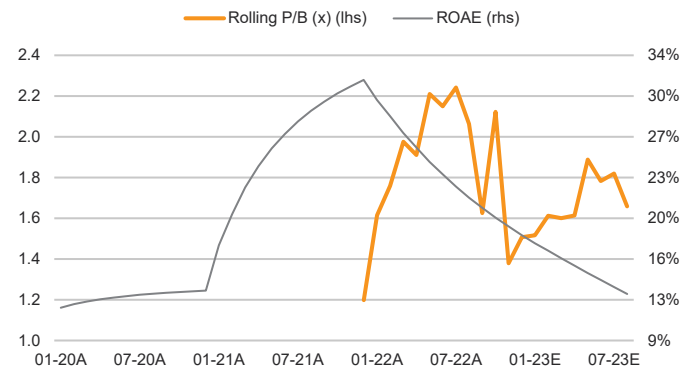
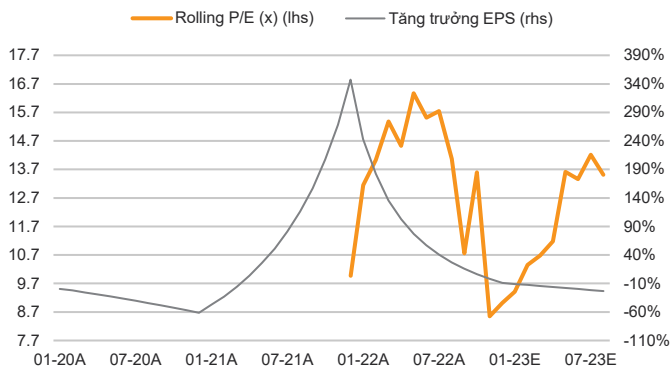
Hình 13: Thay đổi dự phóng 2023-24

Tỷ đồng	2022		2023		2024		Thay đổi	Chú thích
	Cũ	Mới	Cũ	Mới	Cũ	Mới		
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>7.048</b>	<b>7.193</b>	<b>5.902</b>	<b>-18,0%</b>	<b>7.656</b>	<b>6.338</b>	<b>-17,2%</b>	
Kinh doanh nông sản	5.732	5.413	4.319	-20,2%	5.468	4.363	-20,2%	Chúng tôi hạ dự phóng sản lượng bán xuống 20,5%/20,5% trong 2023-24 so với báo cáo trước nhằm phù hợp với số liệu trong 6T23.
Màng 3F	1.313	1.776	1.580	-11,1%	2.183	1.971	-9,7%	
Thức ăn chăn nuôi	88	122	186	52,2%	199	299	49,8%	
Trang trại và thực phẩm	1.224	1.654	1.394	-15,7%	1.984	1.673	-15,7%	Chúng tôi hạ dự phóng sản lượng lợn bán ra thị trường xuống 17,3%/17,5% so với trước đó do ba trang trại đưa vào hoạt động chậm hơn dự kiến.
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>485</b>	<b>606</b>	<b>513</b>	<b>-15,3%</b>	<b>683</b>	<b>585</b>	<b>-14,4%</b>	
Biên LN gộp	6,9%	8,4%	8,7%	0,3đ %	8,9%	9,2%	0,3đ %	
<b>Chi phí BH và QLDN</b>	<b>156</b>	<b>177</b>	<b>186</b>	<b>4,9%</b>	<b>214</b>	<b>208</b>	<b>-2,8%</b>	
% chi phí BH và QLDN/DT	2,2%	2,5%	3,2%	0,7đ %	2,8%	3,3%	0,5đ %	Chúng tôi tăng tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu lên 2,0 điểm %/1,3 điểm % so với trước đó để phù hợp với số liệu 6T23.
<b>EBIT</b>	<b>330</b>	<b>429</b>	<b>327</b>	<b>-23,7%</b>	<b>469</b>	<b>377</b>	<b>-19,7%</b>	
Biên EBIT	4,7%	6,0%	5,5%	-0,4đ %	6,1%	5,9%	-0,2đ %	
<b>Chi phí tài chính</b>	<b>(26)</b>	<b>(62)</b>	<b>(113)</b>	<b>81,6%</b>	<b>(71)</b>	<b>(106)</b>	<b>49,7%</b>	
Chi phí lãi vay	(32)	(60)	(111)	84,5đ %	(69)	(104)	51,0đ %	Chúng tôi tăng dự phóng nợ ngắn hạn lên lên 85,8%/32,5% so với trước đó trong 2023-24 do chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ tiếp tục vay ngắn hạn để đầu tư cho các dự án trang trại mới.
<b>Chi phí thuế</b>	<b>56</b>	<b>65</b>	<b>38</b>	<b>-41,3%</b>	<b>71</b>	<b>44</b>	<b>-37,1%</b>	
Thuế suất	16,0%	17,6%	16,0%	-1,6đ %	17,6%	16,0%	-1,6đ %	
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>292</b>	<b>305</b>	<b>200</b>	<b>-34,4%</b>	<b>330</b>	<b>232</b>	<b>-29,7%</b>	
Biên LN ròng	4,1%	4,2%	3,4%	-0,9đ %	4,3%	3,7%	-0,7đ %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY



**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	7.047	5.902	6.338
Giá vốn hàng bán	(6.562)	(5.389)	(5.753)
Chi phí quản lý DN	(83)	(97)	(108)
Chi phí bán hàng	(73)	(89)	(100)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>330</b>	<b>327</b>	<b>377</b>
EBITDA thuần	246	129	112
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>84</b>	<b>198</b>	<b>265</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>330</b>	<b>327</b>	<b>377</b>
Thu nhập lãi	2	24	6
Chi phí tài chính	(26)	(113)	(106)
Thu nhập ròng khác	42	0	0
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>349</b>	<b>239</b>	<b>277</b>
Thuế	(56)	(38)	(44)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1)	0	0
<b>LN ròng</b>	<b>292</b>	<b>200</b>	<b>232</b>
Thu nhập trên vốn	292	200	232
Cổ tức phổ thông	0	0	0
<b>LN giữ lại</b>	<b>292</b>	<b>200</b>	<b>232</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	111	120	122
Đầu tư ngắn hạn	140	295	380
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.683	1.409	1.513
Hàng tồn kho	875	649	697
Các tài sản ngắn hạn khác	27	136	6
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>2.836</b>	<b>2.609</b>	<b>2.719</b>
Tài sản cố định	1.440	1.857	2.274
Tổng đầu tư	30	0	0
Tài sản dài hạn khác	602	512	545
<b>Tổng tài sản</b>	<b>4.908</b>	<b>4.977</b>	<b>5.539</b>
Vay & nợ ngắn hạn	264	502	380
Phải trả người bán	1.934	1.401	1.505
Nợ ngắn hạn khác	270	106	114
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>2.468</b>	<b>2.009</b>	<b>1.999</b>
Vay & nợ dài hạn	691	1.018	1.193
Các khoản phải trả khác	1	1	164
Vốn điều lệ và	1.435	1.435	1.435
LN giữ lại	304	504	737
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.748</b>	<b>1.949</b>	<b>2.183</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>4.908</b>	<b>4.977</b>	<b>5.539</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
<b>LN trước thuế</b>	<b>349</b>	<b>239</b>	<b>277</b>
Khấu hao	84	198	265
Thuế đã nộp	(18)	(38)	(44)
Các khoản điều chỉnh khác	17	0	0
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>(636)</b>	<b>(382)</b>	<b>38</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>(204)</b>	<b>16</b>	<b>535</b>
Đầu tư TSCĐ	(726)	(726)	(672)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	(42)	155	85
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(768)</b>	<b>(572)</b>	<b>(586)</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	793	564	54
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>793</b>	<b>564</b>	<b>54</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	291	111	120
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>(180)</b>	<b>8</b>	<b>2</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	111	120	122

**Các chỉ số cơ bản**

	12-22A	12-23E	12-24E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	4,1%	3,4%	3,7%
Vòng quay TS	1,36	1,19	1,21
ROAA	5,6%	4,1%	4,4%
Đòn bẩy tài chính	3,24	2,67	2,55
ROAE	18,2%	10,8%	11,2%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	75,3	75,3	75,5
Số ngày nắm giữ HTK	48,7	44,0	44,4
Số ngày phải trả tiền bán	107,6	94,9	95,7
Vòng quay TSCĐ	6,32	3,58	3,07
ROIC	10,8%	5,8%	6,2%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,1	1,3	1,4
Khả năng thanh toán nhanh	0,8	1,0	1,0
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,1	0,2	0,3
Vòng quay tiền	16,4	24,4	24,1
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	(32,5%)	(16,3%)	7,4%
Tăng trưởng LN từ HKKD	(21,1%)	(0,8%)	15,2%
Tăng trưởng LN ròng	(9,2%)	(31,4%)	15,9%
Tăng trưởng EPS	(9,2%)	(31,4%)	15,9%

Nguồn: VND RESEARCH

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

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 % 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

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

## 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.

---

### 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>