

CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam - BAF

Khả quan

Tiếp tục mở rộng mô hình 3F

Giá mục tiêu (12 tháng)

Hàng tiêu dùng | CẬP NHẬT

VND27.200

Consensus*: Mua:0 Giữ:0 Bán:0

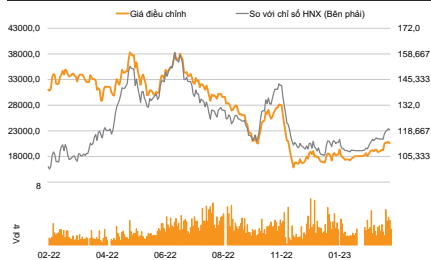
Giá mục tiêu / Consensus: N/A

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Giảm 27,2% EPS năm 2023
- Giảm 28,6% EPS năm 2024

Khuyến nghị trước đó	Khả quan
Giá mục tiêu trước đó	33.500
Giá thị trường	19.800
Cao nhất 52 tuần (VND)	38.300
Thấp nhất 52 tuần (VND)	15.850
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	43.231
Thị giá vốn (tỷ VND)	2.261
Free float	56%
Tỷ suất cổ tức	0,00%
P/E trượt (x)	10,0
P/B hiện tại (x)	1,69

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Cơ cấu sở hữu

Siba Holdings	20,5%
Bui Huong Giang	13,3%
Phan Ngoc An	6,4%
Khác	66,2%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Hà Thu Hiền

hien.hathu@vndirect.com.vn

- Doanh thu (DT) và lợi nhuận (LN) ròng của BAF giảm 32,5%/9,2% svck trong 2022, hoàn thành 121,0%/85,2% dự phóng cả năm của chúng tôi.
- Chúng tôi kỳ vọng LN tăng nhẹ trong giai đoạn 2023-24 nhờ biên LN gộp từ mảng 3F (Thức ăn chăn nuôi-Trang trại-Thực phẩm) tăng.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan và hạ giá mục tiêu xuống 27.200 đ/cp.

KQKD năm 2022 thấp hơn kỳ vọng

BAF ghi nhận DT năm 2022 giảm 32,5% svck, trong đó DT mảng 3F tăng 72,5% svck đã bù đắp phần nào cho mức sụt giảm 40,7% svck trong mảng kinh doanh nông sản. Tuy nhiên, DT mảng 3F vẫn thấp hơn dự phóng của chúng tôi do 1) DT từ kênh truyền thống (chiếm 55% DT mảng 3F) thấp hơn 22,5% so với ước tính của chúng tôi do nhu cầu tiêu thụ thịt yếu và giá bán thấp, và 2) BAF giảm giá ở kênh phân phối hiện đại để thu hút khách hàng. Bên cạnh đó, biên LN gộp mảng 3F tăng 2,2 điểm % svck trong năm 2022 trong khi chi phí bán hàng tăng mạnh 360,0% svck do mở rộng trang trại và hệ thống phân phối. Do đó, LN ròng của BAF giảm 9,2% svck trong năm 2022, thấp hơn 15% so với kỳ vọng của chúng tôi.

Mở rộng quy mô mảng 3F

Trong 2023, doanh nghiệp dự kiến xây dựng thêm 3 trang trại mới tại Bình Phước và Nghệ An (với tổng công suất 11.250 lợn giống và 120.000 lợn thịt), tăng tổng đàn lên 65,5% svck. BAF cũng dự kiến mở rộng hệ thống phân phối, nâng số lượng siêu thị Siba Food và Meat shop lên 72/600 cửa hàng (+20%/100% svck) vào 2023. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng bán của BAF sẽ tăng 26,0%/13,0% svck trong giai đoạn 2023-24. Giá bán dự kiến sẽ tăng 1,0%/1,0% svck trong 2023-24 do chúng tôi nhận thấy BAF vẫn đang trong giai đoạn mở rộng thị trường, vì vậy công ty sẽ duy trì chính sách giá ưu đãi để thu hút khách hàng. Tóm lại, chúng tôi dự phóng DT mảng 3F sẽ tăng 34,1%/19,9% svck trong giai đoạn 2023-24.

Chúng tôi kỳ vọng giá lợi hơi sẽ cải thiện trong năm 2023

Trong năm 2023, giá lợi hơi dự phóng tăng 5,0% svck nhờ 1) nhu cầu ăn uống bên ngoài phục hồi và 2) nguồn cung từ hộ chăn nuôi nhỏ lẻ giảm. Chúng tôi cho rằng giá thức ăn chăn nuôi sẽ giảm dần từ năm 2023. Do đó, chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp mảng 3F tăng 3,3/0,6 điểm % svck trong 2023-24. Do đó, LN ròng của BAF dự kiến sẽ tăng 4,6%/8,2% svck trong giai đoạn 2023-24.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu giảm xuống 27.200 đ/cp

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 27.200 đ/cp. Giá mục tiêu của chúng tôi được tính dựa trên sự kết hợp giữa phương pháp chiết khấu dòng tiền và hệ số EV/EBITDA với tỷ trọng ngang nhau. Động lực tăng giá bao gồm 1) nhu cầu tiêu thụ thịt cao hơn dự kiến và 2) giá lợi hơi cao hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá bao gồm 1) tiêu thụ thịt thấp hơn dự kiến, 2) việc mở rộng các cửa hàng Siba Food chậm hơn dự kiến và 3) giá đầu vào nguyên liệu sản xuất 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	7.193	7.656
Tăng trưởng DT thuần	(18,8%)	(32,5%)	2,1%	6,4%
Biên lợi nhuận gộp	4,7%	6,9%	8,4%	8,9%
Biên EBITDA	3,5%	4,2%	3,2%	2,7%
LN ròng (tỷ)	322	292	305	330
Tăng trưởng LN ròng	602,3%	(9,2%)	4,6%	8,2%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	2.243	2.047	2.128	2.302
EPS điều chỉnh	2.243	2.047	2.128	2.302
BVPS	18.652	12.179	14.318	16.631
ROAE	31,9%	18,3%	16,1%	14,9%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tiếp tục mở rộng mô hình 3F

Tóm tắt KQKD 2022: Thấp hơn kỳ vọng

Hình 1: KQKQ Q4/22 và 2022

Tỷ đồng	Q4/22	Q4/21	svck	2022	2021	svck	Dự phóng 2022	% so với dự phóng 2022	Chú thích
Doanh thu	2.158	1.348	60,1%	7.047	10.434	-32,5%	5.788	121,7%	
Kinh doanh nông sản	1.798	1.105	62,6%	5.731	9.671	-40,7%	4.197	136,6%	Doanh thu mảng kinh doanh nông sản tăng mạnh 62,6% svck trong Q4/22 chủ yếu nhờ giá bán hàng hóa nông sản tăng cao so với Q4/21. Trong đó giá ngô/đậu tương/lúa mì tăng 18,3%/12,9%/5,4% svck.
Mảng 3F	290	234	23,7%	1.315	762	72,5%	1.589	82,7%	Doanh thu mảng 3F tăng 23,7% svck trong 4Q22 chủ yếu nhờ số lượng điểm bán hàng mở rộng: siêu thị Siba Food (+46% svck) và Hệ thống cửa hàng "Meat shop" (+1.479% svck). Tuy nhiên, doanh thu mảng 3F trong năm 2022 vẫn thấp hơn so với dự phóng của chúng tôi do 1) doanh thu từ kênh truyền thống thấp hơn 22,5% so với dự phóng do nhu cầu tiêu thụ thịt và giá lợn hơi thấp hơn dự kiến và 2) BAF giảm giá bán ở kênh hiện đại để thu hút người tiêu dùng trong giai đoạn mở rộng cửa hàng nhanh chóng.
Lợi nhuận gộp	62	140	-55,4%	485	488	-0,5%	546	88,8%	
Biên LN gộp	2,9%	10,4%	-7,5đ %	6,9%	4,7%	2,2đ %	9,4%	-2,6đ %	Biên lợi nhuận gộp của BAF giảm 7,5 điểm % svck chủ yếu do biên LN gộp mảng 3F giảm 21,7 điểm % svck trong Q4/22. Theo quan điểm của chúng tôi, biên LN gộp mảng 3F giảm do 1) giá bán thấp hơn (-22,1% svck) ở cả kênh truyền thống và kênh hiện đại và 2) lĩnh vực thức ăn chăn nuôi bắt đầu đóng góp vào mảng 3F với biên LN gộp thấp hơn (3,5%) so với trang trại và thực phẩm (26,9%).
Chi phí BH và QLDN	47	26	78,6%	156	70	122,3%	107	145,5%	
% chi phí BH và QLDN/DT	2,2%	2,0%	0,2đ %	2,2%	0,7%	1,5đ %	1,8%	0,4đ %	
Chi phí BH	22	7	198,0%	73	16	360,9%	55	132,0%	
% chi phí BH/DT	1,0%	0,6%	0,5đ %	1,0%	0,2%	0,9đ %	1,0%	0,1đ %	Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu tăng 0,5 điểm % svck chủ yếu do tỷ lệ chi phí vận chuyển/doanh thu tăng 0,6 điểm % svck do mở rộng hệ thống cửa hàng.
Chi phí QLDN	25	19	31,4%	83	54	53,1%	52	159,8%	
% chi phí QLDN/DT	1,2%	1,4%	-0,3đ %	1,2%	0,5%	0,7đ %	0,9%	0,3đ %	
EBIT	15	114	-86,5%	330	418	-21,1%	442	74,5%	
Biên EBIT	0,7%	8,4%	-7,7đ %	4,7%	4,0%	0,7đ %	7,6%	-3,0đ %	
Chi phí tài chính	25	26	-0,7%	26	32	-20,3%	33	77,5%	
% chi phí tài chính/DT	1,2%	1,9%	-0,7đ %	0,4%	0,3%	0,1đ %	0,6%	-0,2đ %	
Thu nhập khác	18	1	3221,2%	37	0,4	10272,7%	0,20	18706,0%	Trong Q4/22 công ty ghi nhận khoản LN bất thường từ việc thanh lý tài sản cố định (khoảng 22 tỷ đồng)
Thu nhập khác/DT	0,8%	0,0%	0,8đ %	0,5%	0,0%	0,5đ %	0,0%	0,5đ %	
LN trước thuế	12	93	-87,1%	349	390	-10,6%	411	84,9%	
Biên LN trước thuế	0,2%	0,9%	-0,7đ %	5,0%	3,7%	1,2đ %	7,1%	-2,2đ %	
Chi phí thuế	5	11	-52,6%	56	64	-12,1%	68	82,0%	
Thuế suất	43,6%	11,9%	31,8đ %	16,0%	16,3%	-0,3đ %	16,6%	-0,6đ %	
Lợi nhuận ròng	7	77	-91,4%	292	322	-9,2%	343	85,2%	
Biên LN ròng	0,1%	0,7%	-0,6đ %	4,1%	3,1%	1,1đ %	5,9%	-1,8đ %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

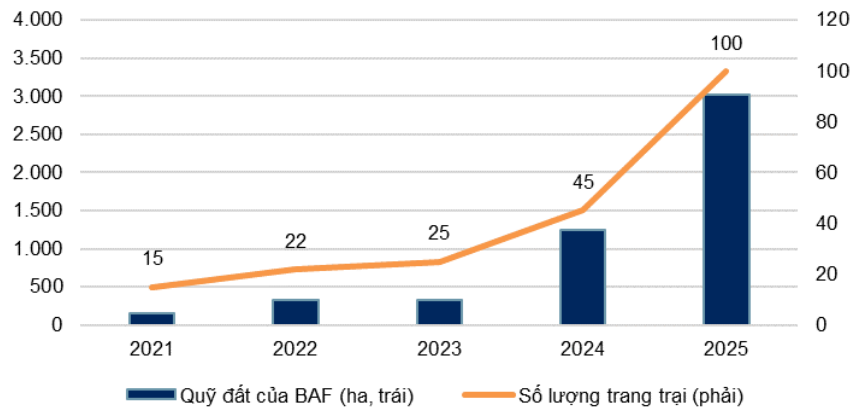
Tiếp tục mở rộng mô hình 3F

Quy mô đàn tăng với các trang trại mới

Năm 2022, BAF đã đầu tư thêm 7 trang trại mới tại Tây Ninh và Phú Yên, nâng tổng số trang trại lên 22 so với 15 vào năm 2021. Các trang trại mới đi vào hoạt động đã nâng quy mô tổng đàn lên 200.000 con (+57 % svck) vào năm 2022. Ngoài ra, công ty còn đưa nhà máy thức ăn chăn nuôi mới tại Nghệ An với công suất 180.000 tấn/năm vào hoạt động, nâng tổng công suất sản xuất lên 460.000 tấn/năm vào năm 2022 – gấp 8 lần so với năm 2021. Chúng tôi cho rằng BAF đã hoàn thành kế hoạch xây dựng đề ra trong năm 2022.

Trong năm 2023, BAF dự kiến xây dựng 3 trang trại mới gồm trang trại tại Bình Phước (công suất 6.250 lợn giống và 30.000 lợn thịt) và 2 trang trại còn lại tại Nghệ An với tổng công suất 5.000 lợn giống và 90.000 lợn thịt. Chúng tôi ước tính quy mô tổng đàn lợn năm 2023 sẽ tăng 65,5% so với năm 2022.

Hình 2: BAF có kế hoạch tăng tổng số trang trại lên 100 vào năm 2030



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

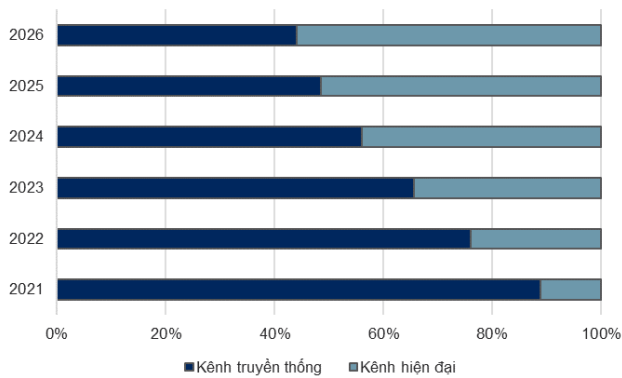
Kênh phân phối hiện đại sẽ dần thay thế kênh truyền thống

Năm 2022, BAF mở rộng chuỗi phân phối với 60 siêu thị Siba Food và 300 cửa hàng Meat so với 41 siêu thị Siba Food và 19 cửa hàng Meat trong năm 2021. Chúng tôi kỳ vọng BAF sẽ tiếp tục mở rộng mạng lưới phân phối trong giai đoạn 2023-24. Đối thủ cạnh tranh của BAF, HAG cũng đã lên kế hoạch xây dựng hệ thống phân phối riêng vào năm 2022. Tuy nhiên, trong buổi gặp mặt cổ đông vào ngày 10/2 mới đây, HAG tuyên bố sẽ nâng tỷ lệ cửa hàng nhượng quyền lên 80% thay vì xây dựng cửa hàng riêng do không đủ vốn mở rộng.

Đối với BAF, chúng tôi tin rằng công ty sẽ được hưởng lợi từ hệ sinh thái của Tập đoàn Tân Long khi có thể mở rộng hệ thống phân phối mà không mất chi phí mở cửa hàng. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng sự kiện Tập đoàn Tân Long sa thải nhân viên sẽ không ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của BAF. Tân Long đang tái cấu trúc hoạt động kinh doanh để tập trung vào các mảng ưu tiên như sản xuất lúa gạo, chăn nuôi heo và cung cấp nguyên liệu thức ăn chăn nuôi thay vì phân bổ nguồn vốn cũng như lực lượng lao động cho nhiều mảng như trước đây. Do đó, chúng tôi kỳ vọng số lượng siêu thị Siba Food sẽ tăng 20%/20% svck và các số lượng cửa hàng Meat shop sẽ tăng đáng kể 100%/50% svck trong giai đoạn 2023-24.

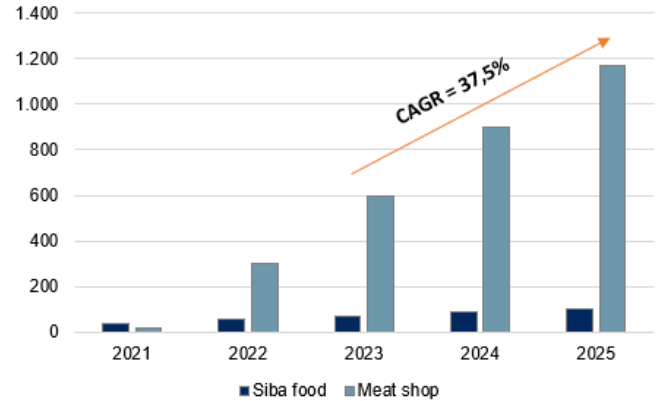
Doanh nghiệp đang phân phối thịt lợn thông qua hai kênh là kênh phân phối truyền thống (các chợ lớn tại TP.HCM và các tỉnh thành lân cận như Bình Dương, Đồng Nai, Long An) và kênh phân phối hiện đại gồm hệ thống siêu thị Siba Food và hệ thống cửa hàng Meat shop. Chúng tôi ước tính 24% sản lượng thịt lợn của BAF được phân phối thông qua kênh hiện đại và phần còn lại được phân phối qua chợ truyền thống. Với sự mở rộng nhanh chóng của siêu thị Siba Food và cửa hàng Meat shop, chúng tôi kỳ vọng sản lượng phân phối qua Siba Food sẽ tăng 86,7%/46,8% svck, tương ứng chiếm 34,5%/44,0% doanh thu mảng 3F trong giai đoạn 2023-24.

Hình 3: Chúng tôi kỳ vọng kênh phân phối hiện đại sẽ chiếm 34,5%/44,0% DT mảng 3F của BAF trong giai đoạn 2023-24



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 4: Chúng tôi kỳ vọng hệ thống phân phối của BAF sẽ tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) là 37,5% trong giai đoạn 2023-2025

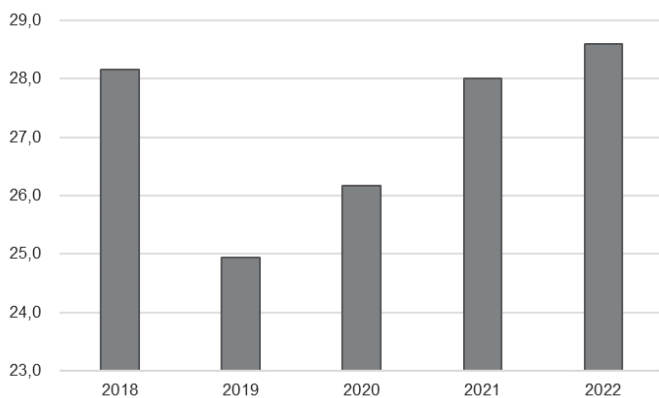


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi kỳ vọng giá lợn hơi sẽ tăng nhẹ trong năm 2023

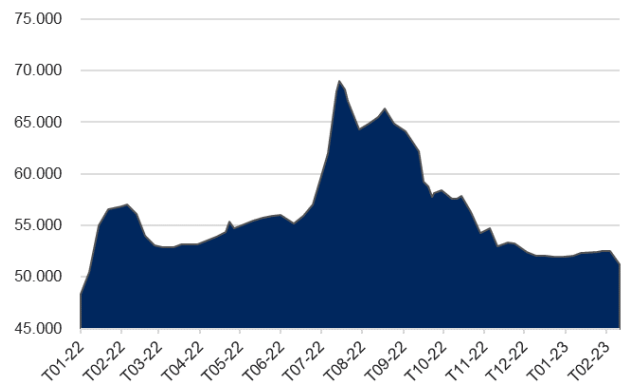
Chúng tôi cho rằng nguyên nhân giá lợn hơi giảm thời gian gần đây đến từ 1) nguồn cung trong nước vẫn ổn định, 2) tỷ lệ thất nghiệp gia tăng đã ảnh hưởng đến thu nhập của người dân, dẫn đến thắt chặt chi tiêu, và 3) dịch tả lợn châu Phi (ASF) bùng phát gần đây khiến hộ chăn nuôi nhỏ lẻ phải bán tháo lợn với số lượng lớn gây dư thừa nguồn cung trên thị trường. Theo Tổng cục Thống kê, tổng đàn lợn đến tháng 1/2023 tăng 10,4% svck, trong khi dịch tả lợn châu Phi vẫn hoành hành ở 10 tỉnh, trong đó có Cà Mau ghi nhận ổ dịch mới.

Hình 5: Tổng số đàn lợn đã trở lại mức trước dịch tả lợn châu Phi (đơn vị: triệu con)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, WORLD BANK

Hình 6: Giá lợn hơi đi ngang trong tháng 2/2023 (đơn vị: đồng/kg)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Trong năm 2023, giá lợn hơi dự kiến sẽ tăng 5,0% svck lên 59.000 đồng/kg vào năm 2023 nhờ 1) nhu cầu ăn uống bên ngoài phục hồi và 2) nguồn cung từ hộ chăn nuôi nhỏ lẻ giảm do họ vẫn chần chừ trong việc tái đàn trong bối cảnh giá lợn hơi thấp. Hiện tại, chăn nuôi hộ chiếm khoảng 60% tổng nguồn cung thịt lợn. Ngoài ra, việc Trung Quốc mở cửa trở lại có thể tác động khiến giá lợn hơi trong nước tăng do Trung Quốc là thị trường xuất khẩu thịt heo chính của Việt Nam qua đường tiểu ngạch.

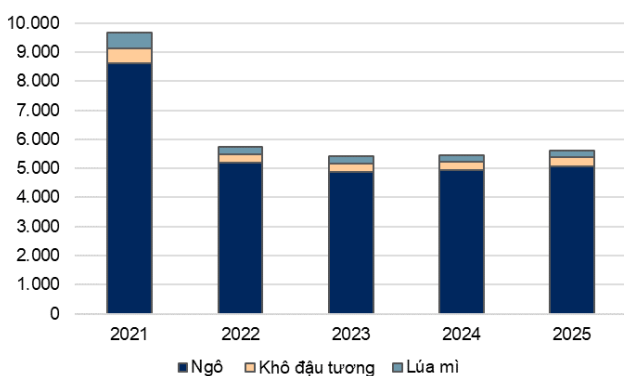
LN ròng 2023 quay trở lại giai đoạn tăng trưởng tích cực

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu đi ngang trong năm 2023-24

Theo qua điểm của chúng tôi, dịch tả lợn Châu Phi (ASF) kéo dài 2 năm qua cùng với sự biến động của giá lợn hơi và giá thức ăn chăn nuôi sẽ khiến các hộ chăn nuôi nhỏ lẻ e ngại tái đàn do đã thua lỗ gần 2 năm qua. Do đó, chúng tôi kỳ vọng nguồn cung thịt lợn từ các hộ chăn nuôi nhỏ sẽ giảm dần trong năm 2023-24, tạo cơ hội cho các doanh nghiệp 3F (như BAF, HAG, DBC) giành thêm thị phần. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng bán hàng của BAF sẽ tăng 26,0%/13,0% svck trong năm 2023-24. Trong khi đó, giá bán dự phóng tăng 1,0%/1,0% svck trong năm 2023-24 do chúng tôi cho rằng BAF vẫn đang trong giai đoạn mở rộng thị phần. Vì vậy, công ty sẽ duy trì chính sách giá ưu đãi để thu hút người tiêu dùng. Tóm lại, chúng tôi dự báo DT mảng 3F tăng 34,9%/19,9% svck trong năm 2023-24.

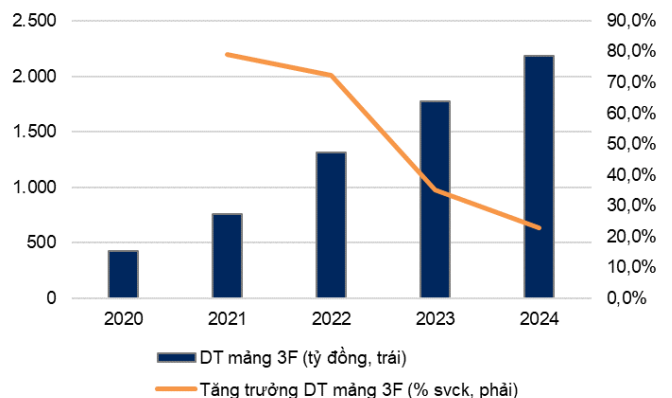
Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng BAF sẽ duy trì sản lượng bán hàng ổn định trong năm 2023-24 do công ty không có dự định mở rộng mảng kinh doanh nông sản. Do đó, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ tăng nhẹ 2,0%/2,0% svck trong khi giá bán bình quân giảm 4,5%/0,7% svck trong giai đoạn 2023-24 theo xu hướng giá nông sản thế giới giảm. Do đó, chúng tôi kỳ vọng DT mảng kinh doanh nông sản giảm 5,6% svck trong năm 2023 và đi ngang (+1,0% svck) trong năm 2024.

Hình 7: DT kinh doanh nông sản được dự báo tăng trưởng kép 1,9% trong 2023-25 (đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 8: Chúng tôi kỳ vọng DT mảng 3F sẽ tăng 35,2%/22,9% svck trong 2023-24



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Giá hàng hóa hạ nhiệt sẽ thuận lợi hơn cho BAF trong 2023-24

Theo Ngân hàng Thế giới, giá nông sản dự kiến sẽ giảm gần 5% vào năm 2023, trước khi ổn định vào năm 2024 do 1) nguồn cung của hầu hết các mặt hàng lương thực tăng do sản lượng được cải thiện, 2) Ukraine tiếp tục quay trở lại cung cấp nông sản cho thị trường thế giới và 3) nhu cầu suy yếu. Trong đó, giá ngô và khô đậu tương được dự báo giảm 7,9%/1,8% svck vào năm 2023 và

1,0%/0,2% svck vào năm 2024. Do giá thức ăn chăn nuôi trong nước tăng chậm hơn so với giá nông sản thế giới, chúng tôi kỳ vọng chi phí thức ăn chăn nuôi sẽ giảm dần từ năm 2023. Do đó, chúng tôi dự báo LN gộp mảng 3F cải thiện 3,3% điểm/0,6% điểm svck trong năm 2023-24.

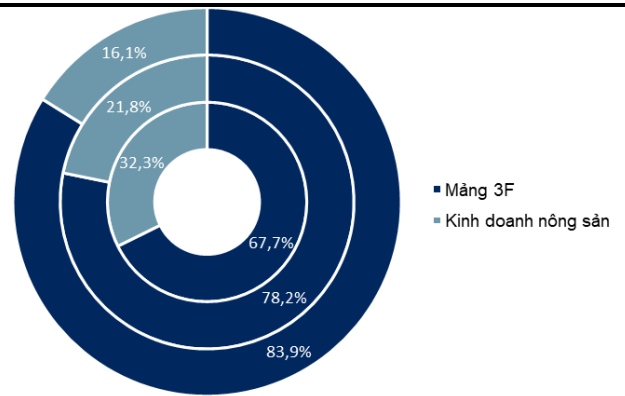
Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng mảng 3F sẽ đóng góp 78,6% vào LN gộp của BAF trong năm 2023 (từ 66,0% trong năm 2022), với biên LN gộp tăng 3,3 điểm % svck. Trong khi đó, biên LN gộp mảng kinh doanh nông sản được dự báo sẽ giảm nhẹ 0,4% svck trong năm 2023 do giá bán thấp hơn. Do đó, chúng tôi dự báo biên LN gộp của BAF sẽ tăng 1,5 điểm % svck trong năm 2023 lên 8,4%.

Hình 9: Ngân hàng thế giới dự báo giá nông sản toàn cầu sẽ giảm trong năm 2023 trước khi ổn định vào năm 2024 (đơn vị: USD/tấn)

	2020	2021	2022	2023	2024
Ngô	165	260	315	290	287
svck		57,6%	21,2%	-7,9%	-1,0%
Khô đậu tương	394	481	550	540	539
svck		22,1%	14,3%	-1,8%	-0,2%
Lúa mì	232	315	430	410	405
svck		35,8%	36,5%	-4,7%	-1,2%
Gạo	497	458	435	435	436
svck		-7,8%	-5,0%	0,0%	0,2%
Đậu tương	407	583	680	650	641
svck		43,2%	16,6%	-4,4%	-1,4%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, WORLD BANK

Hình 10: Chúng tôi kỳ vọng mảng 3F sẽ tăng tỷ trọng đóng góp vào lợi nhuận gộp của BAF trong năm 2023-24



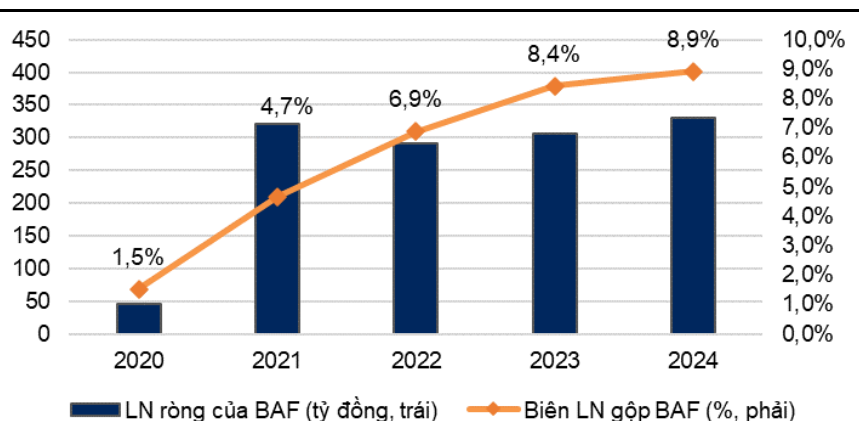
* vòng tròn trong: 2022 – vòng trong giữa: 2023 – vòng tròn ngoài: 2024
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Kỳ vọng lợi nhuận ròng tăng 4,6%/8,2% svck trong 2023-24

Chúng tôi kỳ vọng LN ròng năm 2023 tăng 4,6% svck nhờ:

- DT của BAF tăng nhẹ 2,1% svck trong năm 2023. Trong đó, dự phóng mảng 3F sẽ ghi nhận mức tăng trưởng DT 35,2% svck trong năm 2023 nhờ 1) sản lượng bán tăng 26% và 2) giá bán tăng 1,0%. Trong khi đó, DT từ kinh doanh nông sản dự báo giảm 5,6% svck.
- Biên LN gộp tăng 1,5 điểm % svck trong năm 2023.

Hình 11: Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp của BAF tăng 1,5/0,5 điểm % trong năm 2023-24



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng DT của BAF tăng 6,4% svck nhờ 1) DT mảng 3F tăng 22,9% svck và 2) DT mảng kinh doanh nông sản tăng 1,0% svck, trong đó sản lượng bán hàng tăng 2,0% svck. Bên cạnh đó, biên LN gộp dự kiến 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 lợi nhuận ròng của BAF tăng 8,2% svck trong năm 2024.

Thay đổi dự phóng 2023-24

Hình 12: Điều chỉnh dự phóng 2023-24

Tỷ đồng	2022		2023		2024		Chú thích	
	Cũ	Mới	Thay đổi	Cũ	Mới	Thay đổi		
Doanh thu thuần	7.048	6.828	7.193	5,4%	7.471	7.656	2,5%	
Kinh doanh nông sản	5.732	4.378	5.413	23,7%	4.502	5.468	21,5% Chúng tôi tăng dự phóng sản lượng bán lên 16,2%/18,5% trong 2023-24 so với dự phóng trước đó nhằm phù hợp với số liệu năm 2022	
Mảng 3F	1.313	2.447	1.776	-27,4%	2.965	2.183	-26,4%	
Thức ăn chăn nuôi	88	703	122	-82,6%	1.018	199	-80,4%	Chúng tôi hạ dự phóng sản lượng mảng thức ăn chăn nuôi xuống 81,3%/69,3% do doanh thu mảng thức ăn chăn nuôi thấp hơn nhiều so với dự phóng của chúng tôi và kế hoạch của doanh nghiệp trong 2022.
Trang trại và thực phẩm	1.224	1.744	1.654	-5,2%	1.948	1.984	1,9%	Chúng tôi tăng sản lượng dự phóng lên 22,0%/37,8% trong 2023-24 do tốc độ mở rộng hệ thống Siba Food nhanh hơn dự kiến. Chúng tôi kỳ vọng BAF tập trung phân phối sản phẩm thông qua kênh bán hàng hiện đại trong 2023-24. Trong khi đó chúng tôi hạ giá bán dự phóng xuống 20,6%/19,8% so với trước đó do giá bán trong năm 2022 thấp hơn dự phóng của chúng tôi.
Lợi nhuận gộp	485	698	606	-13,2%	797	683	-14,3%	
Biên LN gộp	6,9%	10,2%	8,4%	-1,8đ %	10,7%	8,9%	-1,7đ %	Chúng tôi hạ dự phóng biên LN gộp mảng 3F xuống 2,1 điểm %/1,8 điểm % trong 2023-24 do biên LN gộp trong năm 2022 thấp hơn 0,7 điểm % so với dự phóng của chúng tôi. Bên cạnh đó chúng tôi kỳ vọng giá thức ăn chăn nuôi duy trì ở mức cao tới Q2/23 sẽ ảnh hưởng tới biên LN gộp mảng 3F trong 6M23.
Chi phí BH và QLDN	156	158	177	12,4%	205	214	4,5%	
% chi phí BH và QLDN/DT	2,2%	2,3%	2,5%	0,2đ %	2,7%	2,8%	0,1đ %	Chúng tôi tăng % chi phí quản lý doanh nghiệp/ DT lên 0,2 điểm %/0,1 điểm % trong 2023-24 do chúng tôi cho rằng công ty sẽ tăng chi phí nhân công để vận hành các trang trại mới xây dựng.
EBIT	330	540	429	-20,7%	592	469	-20,8%	
Biên EBIT	4,7%	7,9%	6,0%	-2,0đ %	7,9%	6,1%	-1,8đ %	
LN trước thuế	349	503	371	-26,4%	555	401	-27,7%	
Biên LN trước thuế	5,0%	7,4%	5,2%	-2,2đ %	7,4%	5,2%	-2,2đ %	
Chi phí thuế	56	84	65	-22,0%	92	71	-23,4%	
Thuế suất	16,0%	16,6%	17,6%	1,0đ %	16,6%	17,6%	1,0đ %	
Lợi nhuận ròng	292	420	305	-27,2%	463	330	-28,6%	
Biên LN ròng	4,1%	6,1%	4,2%	-1,9đ %	6,2%	4,3%	-1,9đ %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

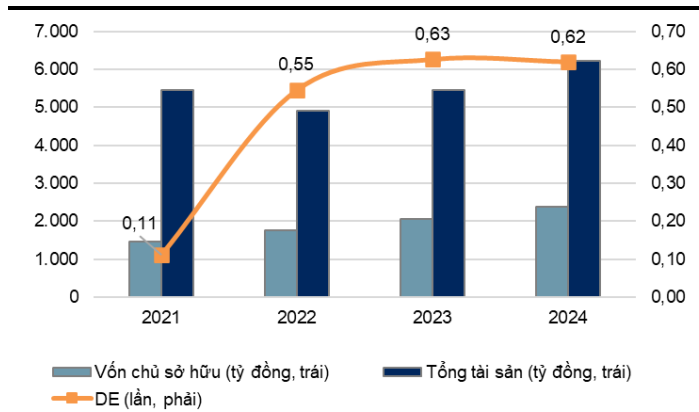
Tình hình tài chính – Duy trì tỷ lệ đòn bẩy thấp dù nợ tăng do kế hoạch mở rộng

Năm 2022, để thực hiện kế hoạch mở rộng trang trại nhanh chóng, tổng nợ của BAF đã tăng 486% svck lên 956 tỷ đồng, phù hợp với dự phóng của chúng tôi. Công ty có kế hoạch phát hành 600 tỷ đồng trái phiếu riêng lẻ cho Tập đoàn Tài

chính Quốc tế (IFC) trong Q1/23 để tài trợ cho kế hoạch mở rộng. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng BAF sẽ duy trì các khoản vay ngắn hạn để vận hành các trang trại mới vào năm 2023. Chúng tôi dự phóng tổng nợ sẽ đạt 1.288/1.481 tỷ đồng trong giai đoạn 2023-24 và tỷ lệ D/E đạt 0,63 lần/0,62 lần trong giai đoạn 2023-24 từ mức 0,55 lần năm 2022.

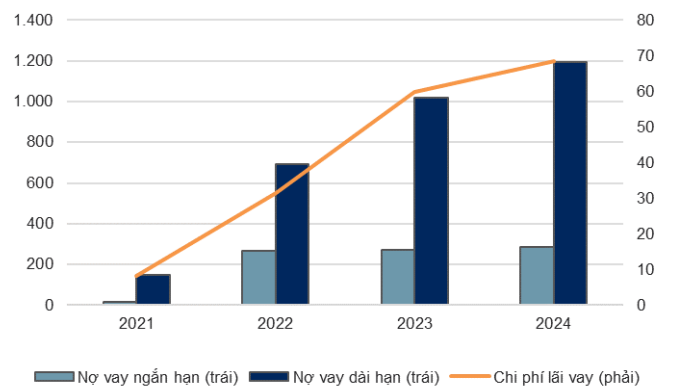
Chúng tôi cho rằng bảng cân đối kế toán của BAF vẫn lành mạnh với đòn bẩy thấp ở mức 0,5 lần (năm 2022) so với các đối thủ như DBC (1,0 lần), MML (1,0 lần) và HAG (1,6 lần). Điều này giúp công ty giảm thiểu rủi ro lãi suất cao trong năm 2023.

Hình 13: BAF duy trì tỷ lệ đòn bẩy thấp trong giai đoạn 2022-24



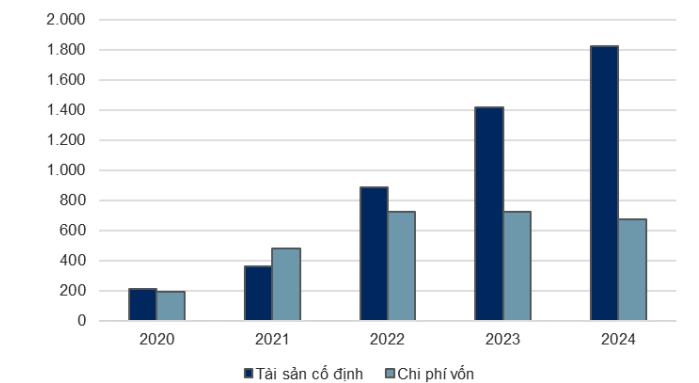
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 14: Tổng nợ tăng trong giai đoạn 2023-24 nhằm thực hiện kế hoạch mở rộng (Đơn vị: tỷ đồng)



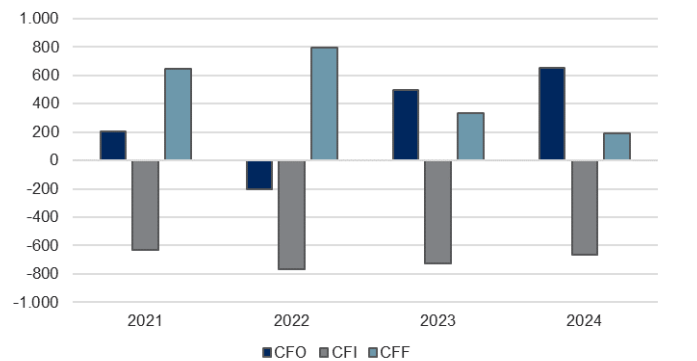
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 15: Tài sản cố định và capex của BAF trong giai đoạn 2020-24 (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 16: Dòng tiền của BAF trong giai đoạn 2021-24 (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi ưa thích BAF nhờ:

- BAF có tiềm năng tăng trưởng dài hạn nhờ kế hoạch mở rộng công suất đàn với các trang trại mới và hệ thống phân phối qua các siêu thị Siba Food và chuỗi cửa hàng Meat Shop. Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp sẽ cải thiện 1,5 điểm % trong năm 2023 khi mô hình kinh doanh 3F tiếp tục tăng tỷ trọng đóng góp vào lợi nhuận gộp của BAF với biên LN gộp cao hơn đáng kể so với mảng kinh doanh nông nghiệp.

- Công ty có khả năng huy động vốn cho kế hoạch mở rộng thông qua phát hành 600 tỷ đồng trái phiếu riêng lẻ cho Tổ chức Tài chính Quốc tế (IFC) trong Q1/23. Bên cạnh đó, BAF vẫn duy trì bảng cân đối kế toán lành mạnh với đòn bẩy thấp là 0,6 lần trong năm 2023, điều này cho phép công ty giảm thiểu rủi ro đến từ lãi suất cao.
- BAF đang giao dịch ở mức P/E là 7,7 lần, thấp hơn so với các công ty cùng ngành trong khu vực với P/E của MML là 11,8 lần, P/E của DBC là 22,5 lần, P/E của CP Thái Lan là 15,8 lần. Vì vậy, chúng tôi cho rằng mức định giá hiện tại là hấp dẫn đối với một cổ phiếu tiềm năng như BAF.

Chúng tôi điều chỉnh định giá cho BAF với giá mục tiêu thấp hơn là 27.200 đồng. Định giá của chúng tôi dựa trên sự kết hợp với tỷ trọng bằng nhau giữa phương pháp DCF và định giá EV/EBITDA.

- Trong định giá DCF, chúng tôi chuyển định giá sang năm 2023 và tăng lãi suất phi rủi ro giả định lên 4,0% từ mức 3,0% trước đó để phản ánh tình hình lãi suất cao.
- Điều chỉnh EPS giai đoạn 2023-24 giảm 27,2%/28,6%.
- Chúng tôi áp dụng EV/EBITDA mục tiêu là 7,3 lần trên EPS năm 2023 thay vì mức trung bình giai đoạn 2022-23 trong dự báo 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) mức tiêu thụ thịt ở Việt Nam thấp hơn dự kiến, 2) việc mở rộng các cửa hàng Siba Food chậm hơn dự kiến và 3) giá nguyên liệu chính cho 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	29.066	50%	14.533
EV/EBITDA	25.400	50%	12.700
Giá trung bình (đồng)			27.233
Giá mục tiêu 2023 (Làm tròn)			27.200

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: Định giá EV/EBITDA

EBITDA 2023 (tỷ đồng)	626
Hệ số EV/EBITDA mục tiêu (lần)	7,3
Tổng nợ (tỷ đồng)	1.288
Lợi ích cổ đông thiểu số (tỷ đồng)	0
Tiền và tương đương tiền (tỷ đồng)	361
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	3.647
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	143,5
Giá cổ phiếu 2023 (đồng/cp)	25.400

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: Phương pháp định giá DCF

Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	3.665
Giá trị hiện tại của giá trị doanh nghiệp năm cuối mô hình (tỷ đ	1.211
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	4.876
Nợ ròng 2021 (tỷ đồng)	(704)
Giá trị vốn (tỷ đồng)	4.172
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	144
Giá trị vốn/CP (đồng)	29.066
WACC	11,8%
Chi phí vốn	16,1%
Tăng trưởng dài hạn	1,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: Tóm tắt dự báo dòng tiền FCFE (Đơn vị: tỷ đồng)

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
EBIT	418	330	429	469	527	558	597	625	647	674	712	760
Khấu hao	32	84	198	265	315	366	438	511	584	656	729	815
Đầu tư tài sản cố định	(482)	(726)	(726)	(672)	(448)	(224)	(224)	(224)	(224)	(224)	(224)	(224)
Thay đổi vốn lưu động	(157)	(636)	(5)	57	76	91	86	93	95	99	76	80
Dòng tiền tự do	(189)	(949)	(105)	119	470	791	898	1.005	1.102	1.205	1.293	1.432
Chi phí thuế	(69)	(56)	(65)	(71)	(82)	(89)	(98)	(103)	(108)	(112)	(119)	(127)
Dòng tiền tự do doanh nghiệp	(258)	(1.005)	(170)	49	388	701	800	901	994	1.093	1.174	1.305
Giá trị năm cuối mô hình												5.390
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	(258)	(1.005)	(152)	39	278	449	459	463	457	449	432	429
Giá trị hiện tại của giá trị năm cuối mô hình												1.211

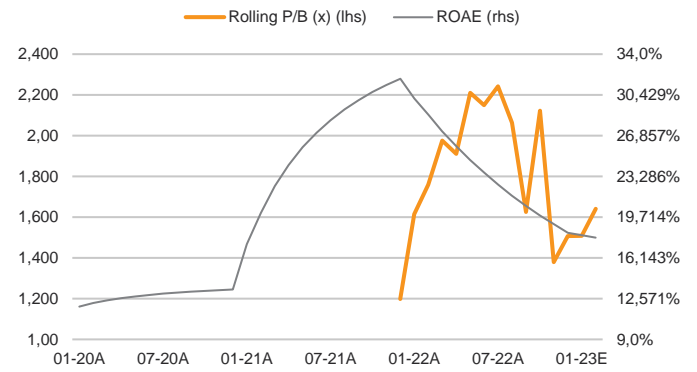
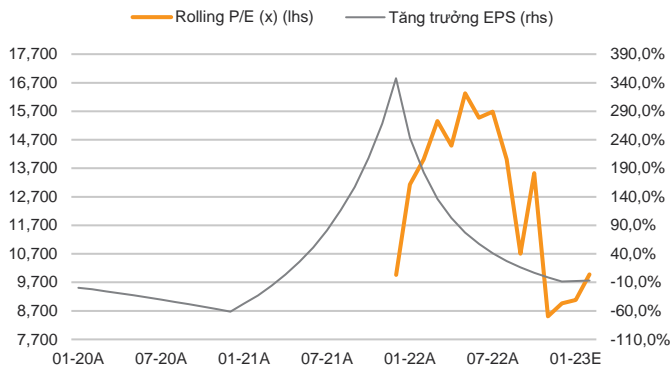
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 21: So sánh với các doanh nghiệp khác trong ngành (dữ liệu ngày 28/02/2023)

Công ty sản xuất thịt	Mã Bloomberg	Giá mục tiêu (Đv tiền bản địa)	Giá đóng cửa (Đv tiền bản địa)	Vốn hóa (tr US\$)	P/E (lần)		Tăng trưởng EPS 3 năm (%)	EV/EBITDA (lần)		ROA (%)		ROE (%)	
					TTM	2023		2023	2024	2023	2024	2023	2024
Charoen pokphand foods PUB	CPF TB	N/a	22,5	5.358	15,8	13,7	(0,8)	13,0	13,0	2,0	2,1	6,9	7,0
Thai union group PCL	TU TB	N/a	15,9	2.166	10,5	10,3	28,8	9,2	8,6	4,6	5,0	11,3	12,0
DABACO corp Masan MeatLife Corporation	DBC VN	15.900	13.300	135	22,5	6,2	79,0	3,8	5,2	4,1	3,6	8,1	7,1
Hoang Anh Gia Lai JSC	HAG VN	N/a	7.480	292	6,2	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a	13,6	17,9
Trung bình					13,4	10,1	54,2	8,7	8,9	4,8	4,1	9,6	10,0
CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam	BAF VN	27.200	19.800	119	7,7	9,3	N/a	6,7	5,7	5,9	5,7	16,1	14,9

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	7.047	7.193	7.656
Giá vốn hàng bán	(6.562)	(6.587)	(6.973)
Chi phí quản lý DN	(83)	(89)	(101)
Chi phí bán hàng	(73)	(88)	(112)
LN hoạt động thuần	330	429	469
EBITDA thuần	246	231	204
Chi phí khấu hao	84	198	265
LN HĐ trước thuế & lãi vay	330	429	469
Thu nhập lãi	2	4	3
Chi phí tài chính	(26)	(62)	(71)
Thu nhập ròng khác	42	0	0
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	349	371	401
Thuế	(56)	(65)	(71)
Lợi ích cổ đông thiểu số	1	0	0
LN ròng	294	305	330
Thu nhập trên vốn	294	305	330
Cổ tức phổ thông	0	0	0
LN giữ lại	294	305	330

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	111	218	401
Đầu tư ngắn hạn	140	143	152
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.683	1.717	1.828
Hàng tồn kho	875	791	842
Các tài sản ngắn hạn khác	27	45	8
Tổng tài sản ngắn hạn	2.836	2.915	3.231
Tài sản cố định	1.440	1.920	2.339
Tổng đầu tư	30	0	0
Tài sản dài hạn khác	602	613	649
Tổng tài sản	4.908	5.447	6.218
Vay & nợ ngắn hạn	264	270	287
Phải trả người bán	1.934	1.974	2.101
Nợ ngắn hạn khác	270	130	138
Tổng nợ ngắn hạn	2.468	2.373	2.526
Vay & nợ dài hạn	691	1.018	1.193
Các khoản phải trả khác	1	1	112
Vốn điều lệ và	1.435	1.435	1.435
LN giữ lại	304	609	940
Vốn chủ sở hữu	1.748	2.055	2.387
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	4.908	5.447	6.218

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
LN trước thuế	349	371	401
Khấu hao	84	198	265
Thuế đã nộp	(18)	(65)	(71)
Các khoản điều chỉnh khác	17	0	0
Thay đổi VLD	(636)	(5)	57
LC tiền thuần HKKD	(204)	498	652
Đầu tư TSCĐ	(726)	(726)	(672)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	(42)	3	9
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
LC tiền từ HĐĐT	(768)	(724)	(662)
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	332	193
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	0	0
LC tiền thuần HĐTC	793	332	193
Tiền & tương đương tiền đầu kì	291	111	218
LC tiền thuần trong năm	(180)	107	183
Tiền & tương đương tiền cuối kì	111	218	401

Các chỉ số cơ bản

	12-22A	12-23E	12-24E
Dupont			
Biên LN ròng	4,2%	4,2%	4,3%
Vòng quay TS	1,36	1,39	1,31
ROAA	5,7%	5,9%	5,7%
Đòn bẩy tài chính	3,24	2,72	2,63
ROAE	18,3%	16,1%	14,9%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	75,3	75,3	75,5
Số ngày nắm giữ HTK	48,7	43,8	44,2
Số ngày phải trả tiền bán	107,6	109,4	110,3
Vòng quay TSCĐ	6,32	4,28	3,60
ROIC	10,9%	9,1%	8,5%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,1	1,2	1,3
Khả năng thanh toán nhanh	0,8	0,9	0,9
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,1	0,2	0,2
Vòng quay tiền	16,4	9,8	9,4
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(32,5%)	2,1%	6,4%
Tăng trưởng LN từ HKKD	(21,1%)	30,0%	9,4%
Tăng trưởng LN ròng	(8,7%)	3,9%	8,2%
Tăng trưởng EPS	(8,7%)	3,9%	8,2%

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 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

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.

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@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>