

## CTCP NÔNG NGHIỆP BAF VIỆT NAM (BAF) – BÁO CÁO LẦN ĐẦU

**Giá thị trường**

VND26.050

**Giá mục tiêu**

VND33.500

**Tỷ suất cổ tức**

0,00%

**Khuyến nghị**

KHẢ QUAN

**Ngành**

Hàng tiêu dùng

Ngày 23/09/2022

**Triển vọng ngắn hạn:** Tích cực

**Triển vọng dài hạn:** Tích cực

**Định giá:** Tích cực

Consensus\*: Mua:0 Giữ:0 Bán:0

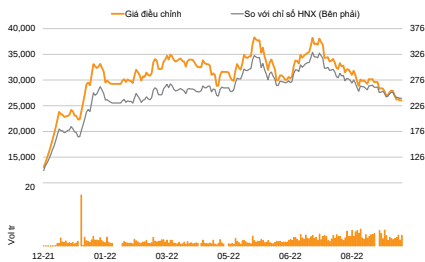
Giá mục tiêu/Consensus:

na

**Thay đổi trọng yếu trong báo cáo**

> N/a

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

|                         |        |
|-------------------------|--------|
| Cao nhất 52 tuần (VND)  | 38.300 |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 13.044 |
| GTGDBQ 3 tháng (tr VND) | 97.192 |
| Thị giá vốn (tỷ VND)    | 2.819  |
| Free float (%)          | 56     |
| P/E trượt (x)           | 11,6   |
| P/B hiện tại (x)        | 1,40   |

### Cơ cấu sở hữu

|                 |       |
|-----------------|-------|
| Siba Holdings   | 20,5% |
| Bùi Hương Giang | 13,3% |
| Phan Ngọc Ẩn    | 6,4%  |
| Khác            | 59,8% |

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



**Hà Thu Hiền**

hien.hathu@vndirect.com.vn

## Cái tên đáng chú ý giữa thời điểm khó khăn

- Chúng tôi cho rằng BAF có nhiều ưu thế để hưởng lợi từ xu hướng thị trường đang dần ưa thích thịt có thương hiệu.
- Chúng tôi dự báo lợi nhuận tăng 22,4%/10,2% svck trong giai đoạn 2023-24 nhờ việc mở rộng quy mô trang trại và tiến vào mảng chế biến thịt.
- Báo cáo lần đầu với khuyến nghị Khả quan và giá mục tiêu 33.500đ/cp.

### Ngôi sao mới nổi trong mô hình 3F

Thành lập vào năm 2017, BAF ban đầu kinh doanh nông sản sau đó lấn sân sang kinh doanh mô hình 3F (thức ăn chăn nuôi - trang trại - thực phẩm) thông qua một số thương vụ M&A từ năm 2020. Hiện tại, BAF tập trung vào chuỗi giá trị khép kín với hai nhà máy thức ăn chăn nuôi và 15 trang trại lợn với quy mô hơn 200.000 con, thuộc top 5 doanh nghiệp chăn nuôi lợn lớn nhất cả nước. Trong năm 2021, đầu ra của BAF chủ yếu cung cấp cho các công ty sản xuất thịt như Masan MeatLife và thương lái.

### Mở rộng công suất trong giai đoạn 2022-23

BAF đặt mục tiêu đạt 10% thị phần về lợn hơi vào năm 2030, tương đương với mức doanh thu 14.000 tỷ đồng. Trong giai đoạn 2022-23, công ty bước vào chu kỳ đầu tư mạnh mẽ với 2 nhà máy giết mổ, 5 trang trại lợn thịt, 2 trang trại lợn giống và 3 trang trại tích hợp lợn giống và lợn thịt sẽ đi vào hoạt động kể từ Q3/22-Q1/23. Sau khi các dự án hoàn thành, đàn lợn của BAF sẽ tăng 226% so với hiện tại và giúp công ty hoàn thiện mảng “Thực phẩm” trong mô hình kinh doanh 3F. Chúng tôi tin rằng BAF sẽ được hưởng lợi từ nhu cầu tiêu thụ ngày càng tăng về thịt có thương hiệu và nguồn gốc xuất xứ rõ ràng.

### LN ròng dự báo tăng mạnh trong 2023-24 nhờ mở rộng mảng thực phẩm

BAF ghi nhận tăng trưởng chậm lại trong năm 2022 ở cả doanh thu và LN ròng do công ty chủ động thu hẹp mảng kinh doanh nông sản. Tuy nhiên kết quả kinh doanh 2023 sẽ tích cực hơn khi DT từ mảng 3F tăng trưởng 54,0% svck, đóng góp 35,8% vào tổng DT. Biên LN gộp dự phóng tăng 0,7đ % nhờ tỷ trọng mảng 3F trong tổng LN gộp tăng 6,1đ % trong 2023. Nhìn chung, chúng tôi dự phóng LN ròng của BAF tăng 22,4% svck trong 2023 sau đó ghi nhận mức tăng bền vững 10,2% svck trong 2024 sau giai đoạn biến động mạnh trong 2021-23.

### Báo cáo lần đầu với khuyến nghị Khả quan và giá mục tiêu 33.500đ/cp.

Giá cổ phiếu BAF đã điều chỉnh giảm 31,5% so với mức đỉnh vào ngày 25/05, theo diễn biến chung của thị trường, đưa P/E 2023 đạt 9,1x. Chúng tôi cho rằng BAF là một cổ phiếu mang tính phòng thủ với tăng trưởng LN ròng hai chữ số (16,2% trong 2023-24) và khả năng sinh lời ổn định (ROE > 15%) trong bối cảnh lạm phát gia tăng do chi phí đẩy và thị trường vốn thắt chặt. Tiềm năng tăng giá bao gồm giá lợn hơi cao hơn kỳ vọng. Rủi ro giảm giá bao gồm 1) việc mở rộng các cửa hàng Siba Food chậm hơn dự kiến, và 2) giá nguyên liệu đầu vào thức ăn chăn nuôi tăng nhanh hơn dự kiến.

| Tổng quan tài chính (VND) | 12-21A  | 12-22E  | 12-23E | 12-24E |
|---------------------------|---------|---------|--------|--------|
| Doanh thu thuần (tỷ)      | 10.434  | 5.788   | 6.828  | 7.471  |
| Tăng trưởng DT thuần      | (18,8%) | (44,5%) | 18,0%  | 9,4%   |
| Biên lợi nhuận gộp        | 4,7%    | 9,5%    | 10,2%  | 10,7%  |
| Biên EBITDA               | 3,5%    | 6,6%    | 5,9%   | 4,9%   |
| LN ròng (tỷ)              | 322     | 343     | 420    | 463    |
| Tăng trưởng LN ròng       | 602,3%  | 6,5%    | 22,4%  | 10,2%  |
| Tăng trưởng LN cốt lõi    |         |         |        |        |
| EPS cơ bản                | 2.243   | 2.389   | 2.925  | 3.224  |
| EPS điều chỉnh            | 2.243   | 2.389   | 2.925  | 3.224  |
| BVPS                      | 18.652  | 17.067  | 19.997 | 23.224 |
| ROAE                      | 31,9%   | 17,6%   | 15,8%  | 14,9%  |

Nguồn: VND RESEARCH

## CÁI TÊN ĐÁNG CHÚ Ý GIỮA THỜI ĐIỂM KHÓ KHĂN

### Luận điểm đầu tư

#### Chúng tôi ưa thích BAF do:

- Nhu cầu về thịt sạch, có thể truy xuất nguồn gốc ngày càng tăng mang lại tiềm năng phát triển cho các doanh nghiệp chăn nuôi quy mô lớn với mật độ nuôi cao và đảm bảo các yếu tố về an toàn sinh học.
- Có đội ngũ lãnh đạo có chuyên môn cao trong ngành và năng lực tài chính mạnh mẽ. BAF đang bắt đầu giai đoạn mở rộng để trở thành một trong 3 công ty chăn nuôi sở hữu đàn lợn lớn nhất cả nước, đứng sau GreenFeed Việt Nam vào năm 2030.
- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của BAF sẽ tăng trưởng bình quân 16,2% svck trong giai đoạn 2023-2024, nhờ vào việc mở rộng công suất. Biên LN gộp dự phóng cải thiện 0,7 điểm % nhờ tỷ trọng mảng 3F trong tổng LN gộp tăng 6,1 điểm % trong 2023 với biên LN gộp cao hơn so với mảng kinh doanh nông sản.
- Giá cổ phiếu BAF đã điều chỉnh giảm 31,5% so với mức đỉnh vào ngày 25/05, theo diễn biến chung của thị trường, đưa P/E 2023 đạt 9,1x. Chúng tôi cho rằng BAF là một cổ phiếu phòng thủ phù hợp trong bối cảnh lạm phát gia tăng do chi phí đẩy và thị trường vốn thắt chặt.

**Chúng tôi phát hành báo cáo lần đầu với khuyến nghị Khả quan.** Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên sự kết hợp với tỷ trọng bằng nhau giữa hai phương pháp định giá DCF (WACC: 13,7%, LTG: 1,0%) và EV/EBITDA mục tiêu là 8,5x. Chúng tôi sử dụng EV/EBITDA mục tiêu cao hơn 1,7 lần so với Dabaco (DBC, HOSE VN) là 5,1x do công ty đang trong giai đoạn đầu của giai đoạn đầu tư với tốc độ xây dựng nhanh.

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

**Rủi ro giảm giá bao gồm** 1) nhu cầu tiêu thụ thịt thấp hơn dự kiến, 2) tốc độ mở rộng hệ thống chuỗi Siba Food chậm hơn dự kiến và 3) giá nguyên vật liệu đầu vào sản xuất thức ăn chăn nuôi cao hơn dự kiến.

#### Rủi ro đầu tư

- Điều kiện thời tiết không thuận lợi cùng với việc hạn chế xuất khẩu tại một số nước xuất khẩu nông sản lớn trên thế giới có thể gây áp lực khiến giá nông sản thế giới quay trở lại đà tăng.
- Đối với doanh nghiệp mới (như BAF), chúng tôi nhận thấy một số rào cản gia nhập ngành bao gồm 1) cạnh tranh từ các công ty đã có sẵn thị phần và 2) đảm bảo được hệ thống nhà máy và trang trại khép kín từ khâu sản xuất thức ăn chăn nuôi đến cung cấp thịt thành phẩm ra thị trường. Giá trị thị trường ngành thịt Việt Nam ước tính đạt 8,92 tỷ USD vào năm 2021, trong đó CP Việt Nam, công ty con của Tập đoàn CP Thái Lan, là DN sản xuất thịt lợn lớn nhất Việt Nam với thị phần thịt lợn ước tính khoảng 17-18%. Một số doanh nghiệp sản xuất thịt lợn lớn khác bao gồm Dabaco, Hòa Phát Group, Green Feed, Masan Meat Life và Vissan. Meat Deli (thương hiệu của Masan Meatlife) ra mắt thị trường vào cuối năm 2019. Sau 2 năm ra mắt, sản phẩm Meat Deli đã có mặt rộng rãi trên hệ thống siêu thị Winmart và chiếm khoảng 2-3% thị phần.

Hình 1: Tóm tắt kết quả định giá (Đơn vị: VND)

| Phương pháp                        | Giá    | Tỷ trọng | Giá theo tỷ trọng |
|------------------------------------|--------|----------|-------------------|
| FCFF                               | 34.720 | 50%      | 17.360            |
| EV/EBITDA                          | 32.200 | 50%      | 16.100            |
| <b>Giá mục tiêu 2022 (đồng/cp)</b> |        |          | <b>33.500</b>     |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Phương pháp định giá dòng tiền FCFF

|                                                    |               |
|----------------------------------------------------|---------------|
| Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)     | 3.570         |
| Giá trị hiện tại của dòng tiền ở cuối kỳ (tỷ đồng) | 1.228         |
| Giá trị doanh nghiệp (Tỷ đồng)                     | 4.798         |
| Nợ ròng (tỷ đồng)                                  | 185           |
| Giá trị vốn đầu tư (Tỷ đồng)                       | 4.983         |
| Số cổ phiếu lưu hành trong kỳ (Triệu CP)           | 144           |
| <b>Định giá/cổ phiếu (Đồng)</b>                    | <b>34.720</b> |
| <hr/>                                              |               |
| WACC                                               | 13,7%         |
| Chi phí vốn                                        | 14,6%         |
| Tăng trưởng dài hạn                                | 1,0%          |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Phương pháp định giá so sánh (EV/EBITDA)

|                                        |               |
|----------------------------------------|---------------|
| EBITDA trung bình 2022-23 (tỷ đồng)    | 594           |
| Hệ số EV/EBITDA mục tiêu (x)           | 8,5           |
| Tổng nợ (tỷ đồng)                      | 814           |
| Lợi ích cổ đông thiểu số (tỷ đồng)     | -             |
| Tiền và tương đương tiền (tỷ đồng)     | 381           |
| <b>Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)</b>  | <b>4.616</b>  |
| Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu CP)  | 143,5         |
| <b>Giá cổ phiếu năm 2022 (đồng/cp)</b> | <b>32.200</b> |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Tóm tắt dự báo dòng tiền FCFF

|                                               | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  | 2028  | 2029  | 2030  | 2031  | 2032  |
|-----------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EBIT                                          | 179   | 418   | 442   | 540   | 592   | 624   | 638   | 630   | 662   | 679   | 697   | 719   | 744   |
| Khấu hao                                      | 17    | 32    | 63    | 143   | 227   | 292   | 329   | 359   | 392   | 428   | 467   | 509   | 553   |
| Đầu tư tài sản cố định                        | (192) | (482) | (521) | (785) | (822) | (420) | (278) | (304) | (331) | (357) | (385) | (407) | (430) |
| Thay đổi vốn lưu động                         | 1.633 | (157) | (369) | (67)  | 195   | (39)  | 228   | 232   | 233   | 237   | 245   | 192   | 201   |
| Dòng tiền tự do                               | 1.637 | (189) | (385) | (169) | 193   | 457   | 917   | 917   | 957   | 987   | 1.024 | 1.013 | 1.068 |
| Chi phí thuế                                  | (12)  | (69)  | (68)  | (84)  | (92)  | (97)  | (99)  | (98)  | (103) | (104) | (106) | (109) | (113) |
| Dòng tiền tự do doanh nghiệp                  | 1.625 | (258) | (453) | (252) | 101   | 360   | 818   | 819   | 854   | 884   | 918   | 904   | 955   |
| Giá trị năm cuối mô hình                      |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | 4.776 |
| Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do          | 1.625 | (258) | (453) | (222) | 78    | 245   | 489   | 431   | 396   | 360   | 329   | 285   | 265   |
| Giá trị hiện tại của giá trị năm cuối mô hình |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | 1.228 |

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: So sánh với các DN khác trong ngành (data ngày 23/09/2022)

|                                  |                 | Giá mục<br>tiêu (Đv<br>tiền bán<br>địa) | Giá đóng<br>cửa (Đv<br>tiền bán<br>địa) | Vốn hóa<br>(tr US\$) | Tăng trưởng<br>EPS 3 năm<br>CAGR (%) | P/E (lần) |      | EV/EBITDA<br>(lần) |      | ROA (%) |      | ROE (%) |      |
|----------------------------------|-----------------|-----------------------------------------|-----------------------------------------|----------------------|--------------------------------------|-----------|------|--------------------|------|---------|------|---------|------|
| Công ty                          | Mã<br>Bloomberg |                                         |                                         |                      |                                      | 2022      | 2023 | 2022               | 2023 | 2022    | 2023 | 2022    | 2023 |
| Charoen pokphand foods<br>PUB    | CPF TB          | N/a                                     | 25,0                                    | 5.625                | 13,3                                 | 14,9      | 12,8 | 12,0               | 13,1 | 2,1     | 2,3  | 6,9     | 7,5  |
| Thai union group PCL             | TU TB           | N/a                                     | 17,3                                    | 2.155                | 11,5                                 | 11,9      | 10,6 | 11,0               | 10,3 | 4,0     | 4,4  | 11,0    | 11,8 |
| CTCP Tập đoàn Dabaco<br>Việt Nam | DBC VN          | 25.000                                  | 27.200                                  | 278                  | 53,7                                 | 16,3      | 10,2 | 5,1                | 4,0  | 4,1     | 6,3  | 8,7     | 12,3 |
| CTCP Masan MeatLife              | MML VN          | 73.400                                  | 58.900                                  | 813                  | 170,3                                | 44,8      | 59,8 | 108,1              | 41,0 | 8,5     | 5,6  | 8,2     | 6,1  |
| CTCP Việt Nam Kỹ nghệ<br>Súc sản | VSN VN          | N/a                                     | 26.700                                  | 91                   | 3,4                                  | N/a       | N/a  | N/a                | N/a  | N/a     | N/a  | N/a     | N/a  |
| CTCP Hoàng Anh Gia Lai           | HAG VN          | N/a                                     | 14.450                                  | 565                  | N/a                                  | 17,0      | 10,7 | N/a                | N/a  | N/a     | N/a  | 13,6    | 17,9 |
| Trung bình                       |                 |                                         |                                         |                      | 50,5                                 | 21,0      | 20,8 | 34,1               | 17,1 | 4,7     | 4,7  | 9,7     | 11,1 |
| CTCP Nông nghiệp BAF<br>Việt Nam | BAF VN          | 33.500                                  | 26.700                                  | 163                  | N/a                                  | 11.2      | 9.1  | 8.4                | 7.3  | 5.9     | 6.5  | 17.6    | 15.8 |

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

## Ngôi sao mới nổi trong mô hình 3F

### Lịch sử phát triển

CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam (BAF) được thành lập vào tháng 4/2017 với vốn điều lệ ban đầu là 30 tỷ đồng, hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh nông sản. Vào tháng 7/2018, công ty mở rộng sang kinh doanh chăn nuôi lợn với công suất đàn ban đầu là 79.200 con lợn thịt và 14.800 con lợn giống. Đến tháng 3/2019, BAF tái cấu trúc lại hệ thống trang trại và phát triển kinh doanh sang mảng Thức ăn chăn nuôi và Thực phẩm, 2 mảng còn lại của mô hình 3F (Thức ăn chăn nuôi - Trang trại - Thực phẩm).

Hiện tại, BAF đang vận hành 2 nhà máy sản xuất thức ăn chăn nuôi phục vụ nhu cầu nội bộ, 15 trang trại với công suất 109.200 con lợn thịt và 18.200 con lợn giống và chuẩn bị xây dựng hai nhà máy chế biến thịt tại Bình Phước và Hòa Bình với công suất 240 con lợn thịt/giờ.

Hình 6: Lịch sử phát triển của BAF



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Kể từ khi thành lập, BAF đã nhập 1.200 con lợn giống từ Tập đoàn Genesus (Canada), top 3 nhà cung cấp lợn giống chất lượng cao toàn cầu. Lợn thuần chủng Genesus phù hợp với điều kiện chăn nuôi ở Việt Nam nhờ khả năng thích nghi tốt, tăng trọng nhanh, sinh sản tốt nên đáp ứng được yêu cầu của người chăn nuôi và người tiêu dùng.

Hình 7: Heo thịt được nuôi trong trang trại an toàn sinh học với quy mô công nghiệp



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, WEBSITE CÔNG TY

Hình 8: BAF hướng tới kinh doanh theo mô hình 3F



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, COMPANY WEBSITE CÔNG TY

Hình 9: Hệ thống trang trại của BAF trên cả nước

| STT | Trang trại   | Địa chỉ                                  | Thời hạn thuê | Năm bắt đầu | Diện tích | Công suất trang trại |
|-----|--------------|------------------------------------------|---------------|-------------|-----------|----------------------|
| 1   | Đắk Lak 1    | Huyện Buôn Đôn, Tỉnh Đắk Lắk.            |               |             | 14,1 ha   | 12.000 lợn thịt      |
| 2   | Phú Yên 1    | Phú Yên                                  |               |             | 14 ha     | 5.000 lợn giống      |
| 3   | Tây Ninh 1   | Huyện Tân Biên, Tỉnh Tây Ninh.           |               |             | 11,9 ha   | 12.000 lợn thịt      |
| 4   | Tây Ninh 2   | Huyện Tân Biên, Tỉnh Tây Ninh.           |               |             | 10,8 ha   | 2.400 lợn giống      |
| 5   | Xanh 1       | Huyện Tân Biên, Tỉnh Tây Ninh.           |               |             | 16 ha     | 30.000 lợn thịt      |
| 6   | Bình Phước 1 | Huyện Đồng Phú, Tỉnh Bình Phước.         | 15 năm        | 2019        | 10,5 ha   | 1.200 lợn giống      |
| 7   | Bình Phước 2 | Huyện Đồng Phú, Tỉnh Bình Phước.         | 15 năm        | 2019        | 15 ha     | 1.200 lợn giống      |
| 8   | Bình Thuận 1 | Huyện Đức Linh, Tỉnh Bình Thuận.         | 15 năm        | 2018        | 12 ha     | 20.000 lợn thịt      |
| 9   | Bình Thuận 2 | Huyện Hàm Tân, Tỉnh Bình Thuận.          | 15 năm        | 2019        | 12,3 ha   | 2.400 lợn giống      |
| 10  | Vũng Tàu 1   | Huyện Xuyên Mộc, Tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu. | 15 năm        | 2017        | 12 ha     | 2.400 lợn giống      |
| 11  | Bình Dương 2 | Huyện Bắc Tân Uyên, Tỉnh Bình Dương.     | 10 năm        | 2017        | 17 ha     | 14.400 lợn thịt      |
| 12  | Bình Dương 3 | Huyện Bắc Tân Uyên, Tỉnh Bình Dương.     | 10 năm        | 2018        | 15 ha     | 13.000 lợn thịt      |
| 13  | Thanh Hóa 1  | Huyện Thạch Thành, Tỉnh Thanh Hóa.       | 15 năm        | 2019        | 10,5 ha   | 2.400 lợn giống      |
| 14  | Vĩnh Phúc 1  | Huyện Yên Lạc, Tỉnh Vĩnh Phúc.           | 10 năm        | 2018        | 4,8 ha    | 7.800 lợn thịt       |
| 15  | Hòa Bình 1   | Huyện Lương Sơn, Tỉnh Hòa Bình.          | 13 năm        | 2019        | 8,7 ha    | 1.200 lợn giống      |

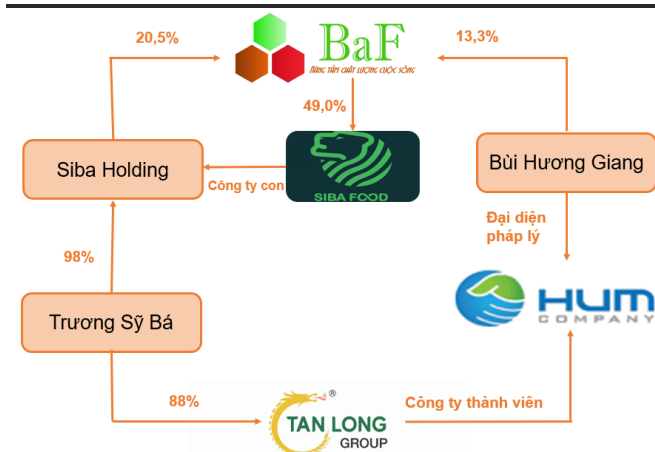
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### BAF là 1 mảnh ghép trong hệ sinh thái của Tập đoàn Tân Long

BAF được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP Hồ Chí Minh từ T12/2021. Đến T3/2022, CTCP Siba Holding mua 20,5% cổ phần để trở thành cổ đông lớn nhất, theo sau là Tổng giám đốc Bùi Hương Giang (13,3%) và ông Phan Ngọc An (6,4%). Tổng giám đốc của BAF cũng từng sở hữu CTCP HUM (một thành viên của CTCP Tập đoàn Tân Long). Kể từ ngày 15/03/2022, ông Trương Sỹ Bá, Chủ tịch HĐQT của Siba Holding và Tập đoàn Tân Long chính thức được bổ nhiệm làm tân Chủ tịch của BAF.

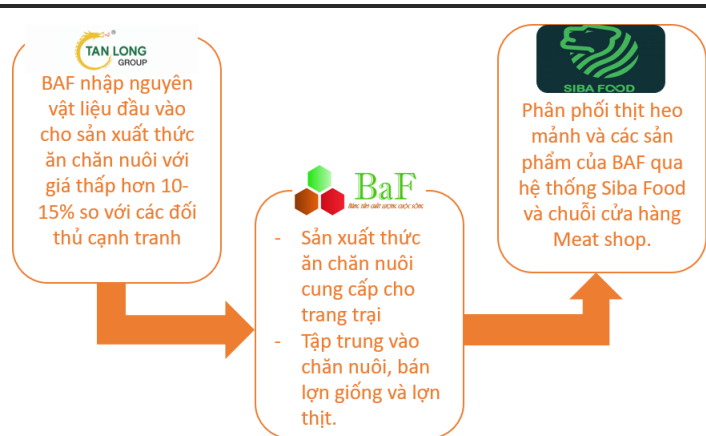
Tập đoàn Tân Long là DN dẫn đầu trong lĩnh vực nhập khẩu nguyên liệu thức ăn chăn nuôi tại Việt Nam, chiếm hơn 25% tổng lượng nông sản nhập khẩu hàng năm. Tập đoàn đã cung cấp hơn 400.000 tấn nguyên liệu/tháng cho hơn 250 khách hàng và nhà máy trên khắp cả nước. Công ty là đối tác của các nhà cung cấp trên toàn cầu như Cargill, CHS, Sojitz và Green Plains. Và là nhà cung cấp nguyên liệu cho các doanh nghiệp như C.P. Group, Masan Group, JAPFA, ANCO và Green Feed. Ngoài ra, tập đoàn còn là nhà sản xuất và xuất khẩu gạo Japonica lớn nhất tại Việt Nam và Châu Á. Không chỉ kinh doanh nông sản, Tân Long còn hợp tác với Tập đoàn Posco Daewoo Hàn Quốc để hiện thực hóa tham vọng đầu tư vào chuỗi giá trị khép kín của ngành chăn nuôi Feed - Farm - Food (mô hình 3F). Ngoài thị trường nội địa, Tập đoàn Tân Long còn đầu tư xây dựng trang trại quy mô lớn tại Myanmar.

Hình 10: Cơ cấu sở hữu của BAF và Tập đoàn Tân Long



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 11: Hệ sinh thái của Tập đoàn Tân Long



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi cho rằng BAF sẽ là chìa khóa để Tân Long Group thực hiện mô hình 3F. Ngược lại nhờ sự hỗ trợ lớn từ Tập đoàn Tân Long, BAF có thể tiếp cận được nguồn nguyên liệu đầu vào thức ăn chăn nuôi 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 12: Ban lãnh đạo BAF có bề dày kinh nghiệm trong ngành chăn nuôi**

|                                         | Kinh nghiệm                                                                                                                                                                                                  |
|-----------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Trương Sỹ Bá - Chủ tịch                 | Chủ tịch Tập đoàn Tân Long - một trong những doanh nghiệp xuất khẩu gạo và kinh doanh nông sản lớn nhất Việt Nam                                                                                             |
| Bùi Hương Ginag - CEO                   | Quản lý Kinh doanh Ngành nông sản nguyên liệu TACN - CTCP Tân Long, Giám đốc điều hành CTCP HUM (chuyên xuất khẩu gạo và kinh doanh nông sản)                                                                |
| Phan Ngọc Ân - Thành viên HĐQT          | hơn 13 năm nắm giữ các chức vụ quản lý điều hành trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh thức ăn chăn nuôi, gia súc, gia cầm, heo giống, heo thương phẩm tại GreenFeed Vietnam, Nông Lâm Vina, UsAgri Vietnam. |
| Huỳnh Văn Lộc - Giám đốc sản xuất       | gần 10 năm là quản lý sản xuất và kiểm soát nội bộ tại các trang trại lớn các công ty như CP, Japfa...                                                                                                       |
| Trần Thị Thu Thủy - Giám đốc dinh dưỡng | 25 năm kinh nghiệm trong việc nghiên cứu và sản xuất cám dinh dưỡng, đồng thời là cố vấn cấp cao cho các doanh nghiệp lớn như Masan Nutri-science, Hòa Phát, Proconco, Viện Khoa học nông nghiệp Miền Nam... |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### BAF đặt mục tiêu lọt vào top 3 công ty niêm yết lớn nhất về quy mô tổng đàn vào năm 2030

**Hình 13: Quy mô hiện tại của BAF so với các công ty sản xuất thịt niêm yết khác tại Việt Nam**

|                            | BAF                                                      | MML                                                                                                    | DBC                                     | CP food                                                                                    | VSN                                                            |
|----------------------------|----------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|
| <b>Quy mô</b>              |                                                          |                                                                                                        |                                         |                                                                                            |                                                                |
| Trang trại                 | 15                                                       | 01                                                                                                     | Chủ yếu hợp tác với các hộ nông dân     | Chủ yếu hợp tác với các hộ nông dân                                                        |                                                                |
| Nhà máy thức ăn chăn nuôi  | 02                                                       | 13 (Hợp tác với De Heus)                                                                               | 10                                      | 10                                                                                         | 0                                                              |
| Công suất trang trại (con) | 127.400                                                  | 250.000                                                                                                | gần 1 triệu con                         | N/a                                                                                        | N/a                                                            |
| Nhà máy chế biến thịt      | 0                                                        | 02                                                                                                     | 0                                       | 01 cụm công nghiệp chế biến và 01 nhà máy                                                  |                                                                |
| <b>Hệ thống phân phối</b>  | 50 siêu thị Siba Food, 250 Meat shop và chợ truyền thống | hơn 2.700 điểm bán hàng, trong đó 2.300 cửa hàng thuộc hệ thống Winmart tại Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh) | Siêu thị Dabaco (4) và chợ truyền thống | Hệ thống cửa hàng CP Food và được phân phối tại hầu hết các hệ thống siêu thị trên cả nước | 100 nhà phân phối và hơn 130.000 điểm bán hàng trên toàn quốc. |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Trong báo cáo thường niên năm 2021, BAF đã đặt mục tiêu lọt vào top 3 công ty với chuỗi 3F (Thức ăn chăn nuôi – Trang trại – Thực phẩm) hoàn thiện vào năm 2030. Công ty sẽ đạt quy mô 100 trang trại chăn nuôi lợn, 11 nhà máy sản xuất thức ăn chăn nuôi (với tổng quy mô đàn 2,5 triệu con, tổng công suất nhà máy đạt 2,3 triệu tấn cám/năm) và hệ thống phân phối tại 15.200 cửa hàng.

Chúng tôi cho rằng BAF có cơ sở để đạt được mục tiêu này nhờ 1) công ty đã có sẵn hệ thống khép kín gồm 02 nhà máy thức ăn chăn nuôi và 15 trang trại, và có khả năng huy động vốn nhanh để đáp ứng nhu cầu mở rộng trang trại, 2)

đội ngũ quản lý có kinh nghiệm và 3) hệ thống phân phối sẵn có nhờ hợp tác với Siba Holding.

Theo quan điểm của chúng tôi, BAF đang định hướng mô hình 3F theo chuỗi khép kín tương tự như các công ty lớn trong ngành chế biến thịt như Dabaco và CP. BAF tập trung vào chăn nuôi và cung cấp thịt lợn cho thị trường thông qua các kênh truyền thống và các cửa hàng Siba Food. Tương tự như Dabaco và CP Food, sản phẩm của BAF là thịt ăm có thời gian bảo quản từ 1-2 ngày, tập trung vào phân khúc khách hàng trung lưu với mức giá hợp lý. Trong khi đó, Masan MeatLife chủ yếu nhập thịt lợn từ bên thứ ba và tập trung vào chế biến và phân phối thịt mát (thời gian bảo quản 7-11 ngày) và các sản phẩm giá trị gia tăng. Bên cạnh việc cung cấp thịt tươi cho thị trường, BAF cũng hướng tới sản xuất và cung cấp các sản phẩm chế biến sẵn như xúc xích, chả giò, chả lụa. Chúng tôi cho rằng những sản phẩm này sẽ được ưa chuộng bởi các gia đình bận rộn và những người không dành quá nhiều thời gian cho việc nấu nướng.

Hình 14: BAF đang định hướng kinh doanh mô hình 3F theo chuỗi khép kín tương tự như các công ty lớn trong ngành thịt

|                              |  |  |  |  |  |
|------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| Hiện diện trên chuỗi giá trị | Hiện diện trên toàn chuỗi, tập trung thịt heo mảnh                                | Hiện diện trên toàn chuỗi, tập trung vào heo hơi                                  | Hiện diện trên toàn chuỗi, tập trung vào heo hơi                                  | Hiện diện trên toàn chuỗi, tập trung thịt heo mảnh                                  | Chỉ giết mổ và phân phối, tập trung vào thịt heo chế biến                           |
| Cải tiến sản phẩm            | Thịt heo mảnh, thời gian bảo quản 1-2 ngày                                        | Thịt heo mảnh, thời gian bảo quản 1-2 ngày                                        | Thịt heo mảnh, thời gian bảo quản 1-2 ngày                                        | Thịt heo mát, thời gian bảo quản 7-11 ngày                                          | Thịt heo mảnh, thời gian bảo quản 1-2 ngày                                          |
| Hệ thống phân phối           | Hệ thống siêu thị Siba Food, chuỗi cửa hàng Meat shop                             | Hệ thống siêu thị Dabaco và các siêu thị khác                                     | Chuỗi cửa hàng CP Food và các siêu thị khác                                       | Hệ thống siêu thị Winmart, cửa hàng Meatsdeli và các siêu thị khác                  | Chuỗi cửa hàng Vissan và các siêu thị khác                                          |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

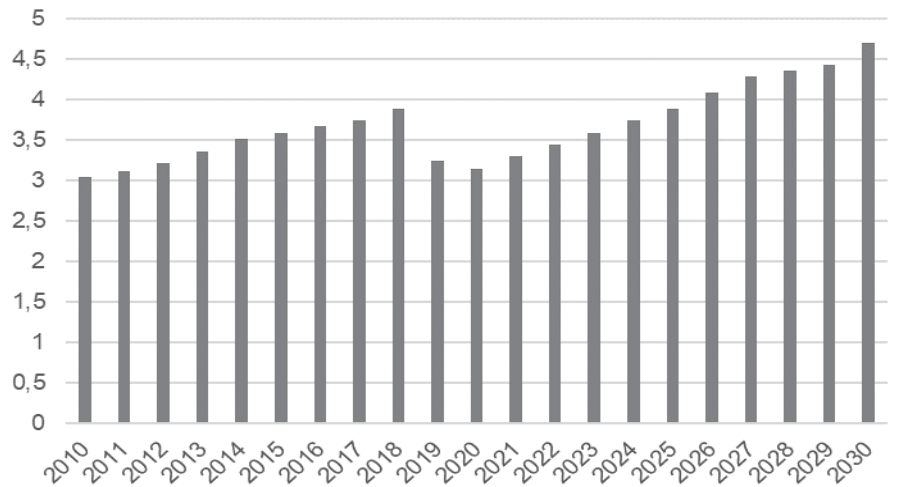
### Mô hình 3F: Động lực tăng trưởng lợi nhuận ròng giai đoạn 2022-23

**Nhu cầu tiêu thụ thịt hồi phục, thịt sạch từ mô hình 3F sẽ thay thế thịt không rõ nguồn gốc**

Thịt lợn là loại thịt thiết yếu ở Việt Nam, chiếm 66% tổng lượng thịt tiêu thụ, theo sau là thịt gia cầm và thịt bò. Theo Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (OECD), lượng tiêu thụ thịt lợn tại Việt Nam được dự báo đạt 3,4 triệu tấn vào năm 2022 với tăng trưởng kép 3,1% trong giai đoạn 2022-2030.

Mặc dù thịt lợn là loại thịt chính, thị trường thịt lợn trong nước vẫn duy trì ở mức thấp vì gần 95% thịt lợn tiêu thụ là thịt ăm và không an toàn. Chúng tôi cho rằng thu nhập, kiến thức dinh dưỡng và nhận thức về sức khỏe của người Việt Nam ngày càng tăng, đặc biệt là sau ảnh hưởng của dịch tả lợn Châu Phi và Covid-19, dẫn đến nhu cầu thịt sạch tăng lên. Xu hướng này phát triển mạnh ở khu vực thành thị, nhờ sự phát triển của kênh thương mại hiện đại giúp người tiêu dùng dễ dàng tiếp cận với thịt sạch có thương hiệu và rõ nguồn gốc. Do đó, chúng tôi cho rằng thị trường thịt lợn Việt Nam vẫn còn tiềm năng tăng trưởng và các doanh nghiệp áp dụng mô hình 3F sẽ được hưởng lợi từ xu hướng chuyển đổi nhu cầu sang thịt sạch ở khu vực thành thị.

Hình 15: Tiêu thụ thịt lợn của Việt Nam được dự báo sẽ đạt mức CAGR 3,1% trong giai đoạn 2021-2030 (Đơn vị: triệu tấn)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Nắm bắt cơ hội thông qua kế hoạch mở rộng nhanh chóng và thâm nhập vào ngành Thịt phẩm

Nhận thấy tiềm năng tăng trưởng từ mô hình 3F, từ tháng 7/2020, BAF đã ký hợp đồng đối tác chiến lược với Genesus để độc quyền cung cấp nguồn heo giống chất lượng cao tại thị trường Việt Nam. Trong giai đoạn 2022-23, doanh nghiệp có kế hoạch mở rộng đàn heo nhanh chóng với 10 dự án tại Tây Ninh, Bình Phước và Nghệ An. Các dự án này dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong Q3/22-Q1/23 và giúp doanh nghiệp mở rộng quy mô đàn lợn giống và lợn thịt. Chúng tôi ước tính vào năm 2023, BAF sẽ đạt tổng công suất là 379.200 con lợn thịt (+247,3% svck) và 44.450 con heo giống (+144,2% svck). Theo quan điểm của chúng tôi, các dự án mới sẽ giúp BAF đáp ứng nhu cầu ngày càng cao về thịt lợn sạch tại Việt Nam. Theo ước tính, khi các trang trại đi vào hoạt động, quy mô đàn lợn thịt của BAF sẽ lớn hơn Masan MeatLife khoảng 45% và quy mô đàn lợn giống sẽ tương đương với Dabaco (khoảng 48.500 con).

Hình 16: BAF có kế hoạch mở rộng đàn lợn nhanh chóng với 10 dự án tại Tây Ninh, Bình Phước và Nghệ An

| STT | Trang trại    | Địa chỉ                              | Diện tích | Thời gian hoàn thành | Công suất                         |
|-----|---------------|--------------------------------------|-----------|----------------------|-----------------------------------|
| 1   | Xanh 1        | Huyện Tân Biên, Tỉnh Tây Ninh        | 16 ha     | T4/2022              | 30.000 lợn thịt                   |
| 2   | Xanh 2        | Huyện Tân Biên, Tỉnh Tây Ninh        | 10,6 ha   | Q3/2022              | 30.000 lợn thịt                   |
| 3   | Nam An Khánh  | Huyện Tân Biên, Tỉnh Tây Ninh        | 18,4 ha   | Q3/2022              | 5.000 lợn giống                   |
| 4   | Đông An Khánh | Huyện Tân Châu, Tỉnh Tây Ninh        | 14,9 ha   | Q3/2022              | 5.000 lợn giống                   |
| 5   | Bắc An Khánh  | Huyện Tân Châu, Tỉnh Tây Ninh        | 16,5 ha   | Q3/2022              | 30.000 lợn thịt                   |
| 6   | Hải Đăng      | Huyện Tân Châu, Tỉnh Tây Ninh        | 66 ha     | Q3/2022              | 5.000 lợn giống + 30.000 lợn thịt |
| 7   | Phú Yên 2     | Song Hinh District, Phu Yen Province | 25 ha     | Q3/2022              | 30.000 lợn thịt                   |
| 8   | Thiên Phú Sơn | Huyện Bù Đăng, Tỉnh Bình Phước       | 103,5 ha  | Q1/2023              | 6.250 lợn giống + 30.000 lợn thịt |
| 9   | Tân Hợp       | Huyện Tân Kỳ, Tỉnh Nghệ An           | 32,5 ha   | Q1/2023              | 60.000 lợn thịt                   |
| 10  | Giai Xuân     | Huyện Tân Kỳ, Tỉnh Nghệ An           | 52,1 ha   | Q1/2023              | 5.000 lợn giống + 30.000 lợn thịt |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO DOANH NGHIỆP

Ngoài ra, BAF đang đầu tư vào hai nhà máy chế biến thịt tại Bình Dương và Hòa Bình với công suất 240 con/giờ, bắt đầu hoạt động lần lượt vào Q3-Q4/22. Chúng tôi tin rằng các nhà máy giết mổ và chế biến thực phẩm sẽ trở thành một mắt xích quan trọng để BAF hoàn thiện mô hình 3F. Sản phẩm từ nhà máy sẽ được tiêu thụ thông qua kênh phân phối truyền thống (chợ đầu mối lớn tại TP.HCM và các tỉnh lân cận như Bình Dương, Đồng Nai, Long An) và kênh phân phối hiện đại bao gồm hệ thống cửa hàng tiện lợi Siba Food và các siêu thị.

Hình 17: Cửa hàng Siba Food



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, INTERNET

Hình 18: Thịt lợn nhãn hiệu BAF bán tại các cửa hàng Siba Food



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, INTERNET

Siba Food đã có hệ thống cửa hàng tại Tp. Hồ Chí Minh và Hà Nội với 50 siêu thị Siba và 250 Meat shop tính đến T7/2022. Hệ thống cửa hàng Siba Food sẽ giúp BAF phân phối sản phẩm ra khắp các thành phố lớn và nhanh chóng chiếm lĩnh thị phần, chủ yếu là ở Tp. Hồ Chí Minh và Hà Nội.

#### Mảng thức ăn chăn nuôi: Năm đầu tiên ghi nhận doanh thu

Để tối ưu hóa chuỗi 3F khép kín, BAF đã đầu tư nhà máy sản xuất thức ăn chăn nuôi tại Vũng Tàu với công suất thiết kế 60.000 tấn/năm chuyên sản xuất thức ăn cho lợn. Nhận thấy tiềm năng của thị trường thức ăn chăn nuôi, T01/2022, BAF đã đưa nhà máy thức ăn chăn nuôi Tây Ninh đi vào hoạt động với công suất thiết kế 200.000 tấn/năm. Theo ban lãnh đạo, công suất hiện tại của hai nhà máy đủ cung cấp cám cho đàn lợn tại các trang trại nội bộ. Dự kiến đến năm 2022, đàn lợn của BAF sẽ tăng mạnh, do đó công ty sẽ xây dựng hai nhà máy sản xuất thức ăn chăn nuôi tại Nghệ An và Bình Định với công suất 200.000 tấn/năm/nhà máy. Cuối năm 2022, tổng công suất sản xuất sẽ đạt 460.000 tấn/năm, gấp gần 8 lần so với năm 2021.

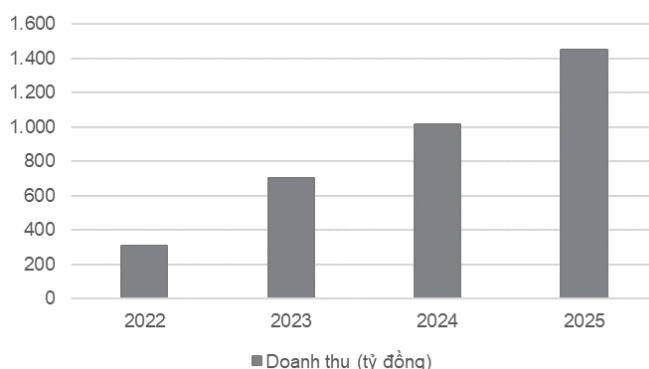
Chúng tôi cho rằng các nhà máy sản xuất thức ăn chăn nuôi sẽ chủ yếu phục vụ nhu cầu nội bộ, vì vậy quy mô đàn lợn tăng nhanh trong giai đoạn 2022-23 sẽ kéo theo nhu cầu thức ăn chăn nuôi trong nước ngày càng tăng. Chúng tôi ước tính tổng sản lượng sản xuất thức ăn chăn nuôi trong năm 2022 đạt hơn 100.000 tấn và sẽ tăng 36,0% svck trong năm 2023. Ngoài việc cung cấp thức ăn chăn nuôi cho các trang trại nội bộ, BAF cũng sẽ tận dụng sản lượng thức ăn chăn nuôi còn lại để bán cùng lợn giống với giá ưu đãi. Do đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ thức ăn chăn nuôi của BAF sẽ đạt khoảng 26.000 tấn vào năm 2022 và tăng 34,8% svck trong năm 2023. Nhìn chung, chúng tôi dự phóng mảng thức ăn chăn nuôi sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu 308 tỷ đồng trong năm 2022 và 703 tỷ đồng trong năm 2023 (+128,1% svck), đóng góp lần lượt 5,3%/10,3% vào tổng doanh thu của BAF.

Hình 19: Tiến độ hoàn thiện các nhà máy sản xuất thức ăn chăn nuôi của BAF

| Nhà máy thức ăn chăn           | Diện tích (m2) | Công suất (tấn/năm) | Tiến độ                   |
|--------------------------------|----------------|---------------------|---------------------------|
| Nhà máy TACN Phú Mỹ (Vũng Tàu) | 5.000          | 60.000              | Đang hoạt động            |
| Nhà máy TACN Tây Ninh          | 30.000         | 200.000             | Hoạt động từ T1/2022      |
| Nhà máy TACN Nghệ An           | 30.000         | 200.000             | T6/2022 đưa vào hoạt động |
| Nhà máy TACN Bình Định         | 35.000         | 200.000             | Khởi công vào Q4/2022     |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 20: Doanh thu từ thức ăn chăn nuôi của BAF đạt CAGR 67,1% trong giai đoạn 2022-25



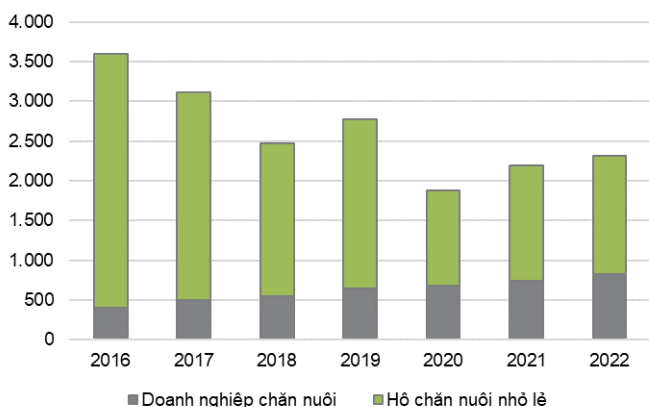
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Màng trang trại – thực phẩm: Duy trì mức tăng trưởng ở hai chữ số.

Hiện tại, BAF đang cung cấp cả lợn giống và lợn thịt ra thị, trong đó chủ yếu là lợn thịt.

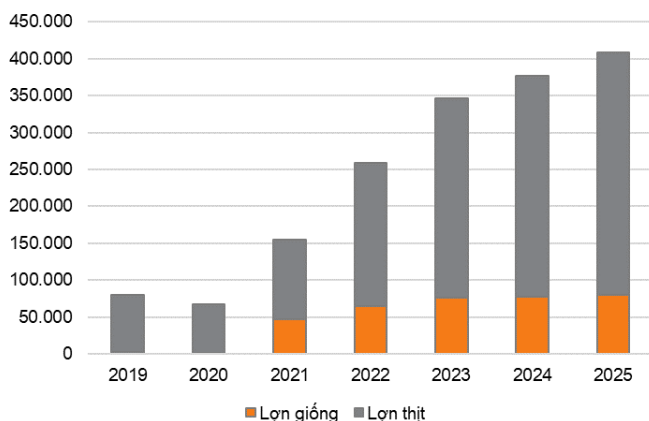
- Chúng tôi ước tính có khoảng 4% lợn thịt được phân phối qua Siba Food, với mức trung bình 5-6 lợn thịt/điểm bán/tháng trong năm 2021. Phần còn lại được phân phối qua các kênh truyền thống. Siba Food hiện đang có 50 siêu thị và 250 cửa hàng Meatshop. BAF đang đặt kế hoạch nhanh chóng mở rộng hệ thống phân phối qua Siba Food trong năm 2022 với mục tiêu xây dựng thương hiệu và cung cấp sản phẩm của BAF trực tiếp tới người tiêu dùng. Bên cạnh đó, dịch tả lợn Châu Phi (ASF) bùng phát tại nhiều thành phố trong Q1/22, khiến nhiều trang trại của các hộ chăn nuôi nhỏ lẻ bị ảnh hưởng vì chưa đảm bảo yếu tố an toàn sinh học. Do đó nguồn cung lợn thịt từ những trang trại này đã suy giảm đáng kể. Chúng tôi cho rằng mô hình 3F hoàn toàn có thể nắm bắt cơ hội này để gia tăng thị phần. Chúng tôi dự phóng sản lượng bán lợn thịt của BAF tăng lên 79.9%/40.0% svck trong 2022-2023. Trong đó, sản lượng lợn thịt bán thông qua kênh truyền thống tăng 114,1%/32,1% svck. Thêm vào đó, chúng tôi kỳ vọng số lượng cửa hàng Siba Food cũng sẽ tăng lên 50%/50% svck trong khi số lượng cửa hàng Meatshop tăng 100%/50% svck trong giai đoạn 2022-2023, đảm bảo 15-20% đầu ra lợn thịt của doanh nghiệp trong giai đoạn 2022-2023.
- Về sản lượng bán lợn giống, chúng tôi cho rằng việc giá lợn hơi tăng gần đây cùng với đà giảm giá ngô, đậu tương và lúa mì (nguyên liệu đầu vào chính để sản xuất thức ăn chăn nuôi) sẽ tạo ra động lực tái đàn cho người nông dân nhằm đáp ứng nhu cầu tiêu thụ thịt lợn tăng cao vào dịp Tết nguyên đán. Chúng tôi cho rằng BAF có thể được hưởng lợi từ xu hướng này nhờ các đặc điểm nổi bật của lợn giống như khả năng thích nghi tốt, tăng trọng nhanh, sinh sản tốt nên đáp ứng được yêu cầu của người chăn nuôi và người tiêu dùng. Do đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng bán lợn giống của doanh nghiệp tăng 38,4%/15,5% svck trong giai đoạn 2022-2023.

Hình 21: Đàn lợn nái Việt Nam theo vùng chăn nuôi giai đoạn 2016-2022 (đơn vị: nghìn con)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, AGROMONITOR

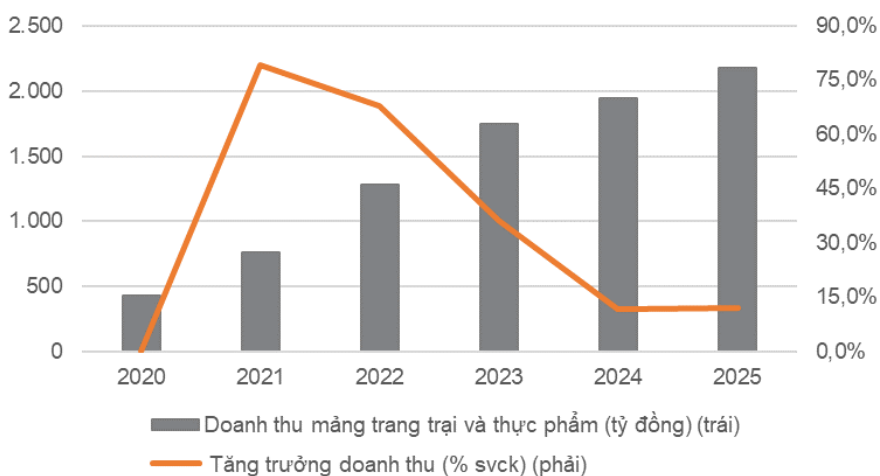
Hình 22: Tổng sản lượng thịt lợn được tiêu thụ dự báo tăng mạnh từ năm 2022 đến năm 2025 (đơn vị: con)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng giá lợn hơi bình quân sẽ giảm 2,9% svck so với mức 61.600 đồng trong 2021 chủ yếu do mức tăng cao trong 6T2021. Do đó, giá bán bình quân của BAF được dự báo sẽ giảm nhẹ 2,9% svck trong năm 2022. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ trang trại và thực phẩm (lợn hơi, lợn giống, thịt lợn thương phẩm) của BAF sẽ tăng trưởng đáng kể lần lượt là 68,0%/36,2% svck trong 2022-2023.

Hình 23: Doanh thu từ trang trại và thực phẩm của BAF ghi nhận tăng trưởng kép 33,6% trong giai đoạn 2021-2025



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Giá lợn hơi duy trì đà tăng trong ngắn hạn trước khi hạ nhiệt vào Q4/22

Chúng tôi kỳ vọng giá lợn hơi sẽ đạt đỉnh vào Q3/22 sau đó hạ nhiệt dần vào Q4/22 (Tham khảo thêm tại [Báo cáo ngành sản xuất và chế biến thịt](#)). Giá lợn hơi trong nước ngày 15/9 giảm 10% so với ngày 22/7 do hoạt động tái đàn diễn ra mạnh mẽ tại miền Bắc và ảnh hưởng của dịch bệnh ASF (dịch tả lợn châu Phi) tại miền Nam khiến người chăn nuôi bán tháo do đó nhu cầu về nguồn cung liên tục tăng.

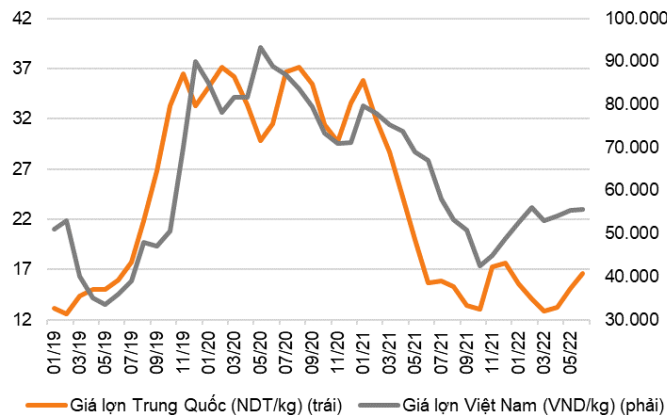
Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy giá lợn tại Trung Quốc có xu hướng phục hồi vào cuối tháng 8 do nhiều trường học mở cửa trở lại sau mùa hè và nhu cầu tiêu thụ thịt tăng do ngày nghỉ lễ kéo dài trong tháng 10. Giá lợn Trung Quốc đạt 24,07 NDT/kg vào ngày 21/9, mức cao nhất từ đầu năm 2022. Chúng tôi cho rằng giá lợn hơi Việt Nam có mối tương quan với giá lợn Trung Quốc do Trung Quốc là thị trường xuất khẩu chính của thịt lợn Việt Nam qua đường tiểu ngạch. Nhu cầu tiêu thụ thịt của Trung Quốc cao hơn có thể kéo theo nhu cầu nhập khẩu thịt qua các kênh không chính thống tăng, từ đó có thể khiến giá thịt lợn hơi tại Việt Nam tăng trở lại. Do đó, chúng tôi cho rằng giá lợn trong nước có thể tăng trong ngắn hạn trước khi hạ nhiệt vào Q4/22, tác động tích cực tới các doanh nghiệp sản xuất thịt như CP Foods, DBC, BAF.

Hình 24: Giá lợn hơi Trung Quốc có xu hướng tăng từ ngày 19/8 (đơn vị: NDT/kg)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, ZHUWANG

Hình 25: Mối tương quan giữa giá lợn hơi Trung Quốc với giá lợn hơi Việt Nam

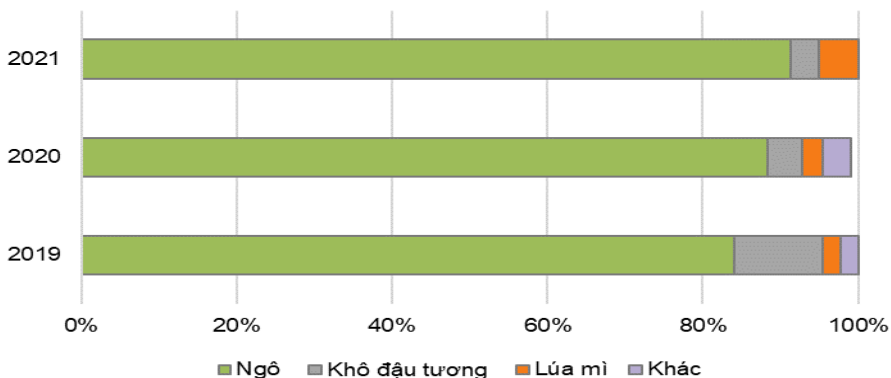


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, ZHUWANG, ANOVA FEED

### Kinh doanh nông sản: Chủ động cắt giảm doanh thu tập trung vào hoạt động kinh doanh 3F

Bắt đầu kinh doanh nông sản từ năm 2017, BAF có mạng lưới khách hàng thân thiết với các nhà cung cấp là đối tác chiến lược trên toàn quốc như Công ty Cổ phần Tập đoàn Tân Long, Tập đoàn T&T Group, Công ty TNHH De Heus. Kinh doanh nông sản chiếm 92-97% tổng doanh thu của BAF từ 2018 đến 2021. Các sản phẩm chính của BAF bao gồm ngô, khô đậu tương, lúa mì là nguyên liệu đầu vào cho sản xuất thức ăn chăn nuôi.

Hình 26: Tỷ trọng các sản phẩm nông nghiệp của BAF trong năm 2018-2021 (đơn vị: %)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Mặc dù đóng góp tỷ trọng chính vào doanh thu của BAF, nhưng mảng kinh doanh nông sản lại ghi nhận mức biên LN gộp thấp (1-2% theo ước tính của chúng tôi). Theo ban lãnh đạo, mảng kinh doanh nông sản còn nhiều tiềm năng, tuy nhiên đây là một sân chơi khó khăn cho các doanh nghiệp mới như BAF. Vì vậy, từ đầu năm 2020, công ty quyết định thay đổi cấu trúc hoạt động, tập trung vào lĩnh vực kinh doanh 3F. Cụ thể, tỷ trọng doanh thu từ mảng kinh doanh nông sản có xu hướng giảm dần từ 97,5% (năm 2019) xuống còn 92,7% (năm 2021). Do đó, chúng tôi dự báo doanh thu mảng kinh doanh nông sản của BAF giảm 60,0% svck trong 2022 (dựa trên kế hoạch của ban lãnh đạo).

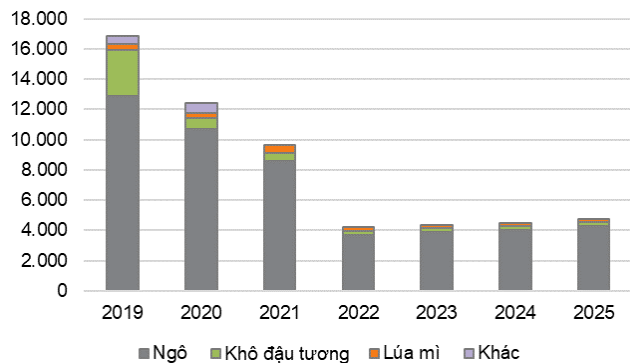
Theo World Banks, giá lúa mì, ngô và khô đậu tương được dự báo sẽ tăng 42,7%/19,4%/9,7% svck trong 2022. Do đó, giá bán trung bình của BAF được dự báo sẽ tăng 10,1% svck vào năm 2022. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng mảng kinh doanh nông sản của BAF sẽ ghi nhận doanh thu 4.197 tỷ đồng trong năm 2022, giảm 56,6% svck.

Hình 27: Giá nguyên liệu đầu vào của thức ăn chăn nuôi tăng đáng kể trong giai đoạn 2020-2021



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 28: Doanh thu từ kinh doanh nông sản được dự báo sẽ giảm mạnh trong năm 2022 do BAF đang tập trung vào hoạt động kinh doanh 3F (đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, COMPANY REPORTS

## Lợi nhuận ròng tăng trưởng tích cực trong 2023 nhờ mở rộng mảng thực phẩm

### Lợi nhuận ròng tăng trưởng nhẹ trong 2022 do áp lực chi phí đầu vào ...

Chúng tôi kỳ vọng hàng hóa toàn cầu trung bình sẽ giữ ở mức giá cao so với năm 2021. Trong khi đó, giá lợn hơi được dự báo sẽ giảm 2,9% svck vào năm 2022. Do đó, chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp từ mảng trang trại và thực phẩm sẽ giảm 4,9 điểm % trong 2022. Bên cạnh đó, hoạt động kinh doanh 3F sẽ bắt đầu ghi nhận lợi nhuận gộp từ mảng thức ăn chăn nuôi vào năm 2022, với biên lợi nhuận gộp thấp hơn là 5,4% (dựa trên ước tính của chúng tôi). Do đó, biên lợi nhuận gộp của mảng kinh doanh 3F được dự báo sẽ giảm khoảng 9,9 điểm % trong năm 2022. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng mảng kinh doanh 3F sẽ tăng tỷ trọng đóng góp vào lợi nhuận gộp tổng của BAF từ 55,9% trong năm 2021 lên 75,6% vào năm 2022. Trong khi đó, biên lợi nhuận gộp mảng kinh doanh nông sản dự kiến tăng nhẹ 0,9 điểm % lên 3,2% nhờ giá bán cao. Do đó, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp của BAF sẽ tăng 4,8 điểm % trong năm 2022 lên 9,4%.

Thêm vào đó, chúng tôi dự báo hoạt động kinh doanh 3F sẽ tăng tỷ trọng đóng góp vào tổng lợi nhuận sau thuế của BAF với mức thuế ưu đãi là 15%, nhờ đó giảm mức thuế của BAF từ 17,6% (năm 2021) xuống 16,6% (năm 2022). Nhìn chung, lợi nhuận ròng của BAF dự phóng tăng 5,4% svck trong năm 2022.

### ... nhưng sẽ ghi nhận mức tăng hai con số trong 2023

Trong năm 2023, chúng tôi kỳ vọng mảng kinh doanh 3F tăng trưởng 54,0% svck, trong đó sản lượng tiêu thụ tăng 33,8% svck trong khi giá bán tăng nhẹ 0,2% svck. Trong khi đó, doanh thu từ kinh doanh nông sản tăng nhẹ 4,3% svck nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 14,5% svck trong khi giá bán giảm 10,3% svck. Do đó, doanh thu thuần của BAF tăng 18,0% svck trong 2023. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng mảng kinh doanh 3F sẽ tăng tỷ trọng đóng góp vào lợi nhuận gộp của BAF lên 6,1 điểm % trong 2023 với biên LN gộp là 23,2%, cao hơn nhiều so với mức 2,9% trong mảng kinh doanh nông sản. Do đó, chúng tôi dự phóng biên LN gộp của BAF tăng 0,7 điểm trong 2023 lên 10,2%. Nhìn chung, lợi nhuận ròng của BAF dự phóng tăng 22,4% svck trong 2023.

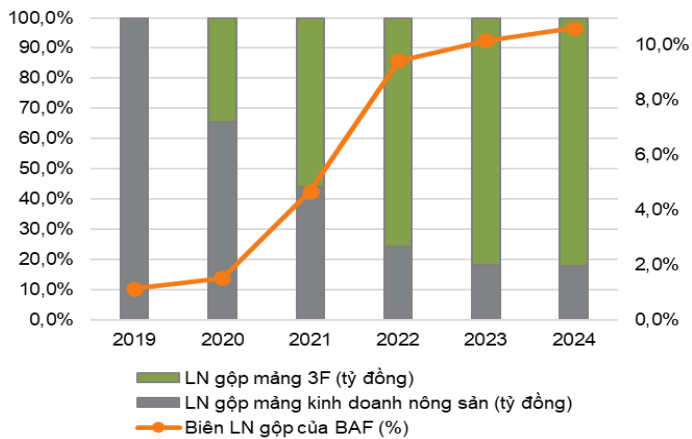
Trong 2024, doanh thu thuần dự phóng tăng 9,3% svck, trong đó mảng 3F tăng 20,8% svck trong khi mảng kinh doanh nông sản tăng 2,8% svck. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng của BAF sẽ tăng trưởng ổn định từ năm 2024 sau giai đoạn tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn 2021-23 và tăng 10,2% svck trong 2024.

**Hình 26: Dự phóng BAF giai đoạn 2022-24**

| Tỷ đồng                     | 2020          | 2021          | 2022         | 2023         | 2024         |
|-----------------------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Doanh thu</b>            | <b>12.846</b> | <b>10.434</b> | <b>5.788</b> | <b>6.828</b> | <b>7.471</b> |
| % svck                      | -25,7%        | -18,8%        | -44,5%       | 18,0%        | 9,4%         |
| <i>Kinh doanh nông sản</i>  | <i>12.415</i> | <i>9.671</i>  | <i>4.197</i> | <i>4.378</i> | <i>4.502</i> |
| <i>Mảng 3F</i>              |               |               |              |              |              |
| <i>Thức ăn chăn nuôi</i>    | <i>N/a</i>    | <i>N/a</i>    | <i>308</i>   | <i>703</i>   | <i>1.018</i> |
| <i>Thực phẩm</i>            | <i>426</i>    | <i>762</i>    | <i>1.281</i> | <i>1.744</i> | <i>1.948</i> |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>        | <b>195</b>    | <b>488</b>    | <b>549</b>   | <b>698</b>   | <b>797</b>   |
| Biên LN gộp                 | 1,5%          | 4,7%          | 9,5%         | 10,2%        | 10,7%        |
| <b>Chi phí BH và QLDN</b>   | <b>17</b>     | <b>70</b>     | <b>107</b>   | <b>158</b>   | <b>205</b>   |
| % chi phí BH và QLDN/DT     | 0,1%          | 0,7%          | 1,8%         | 2,3%         | 2,7%         |
| <b>EBIT</b>                 | <b>179</b>    | <b>418</b>    | <b>442</b>   | <b>540</b>   | <b>592</b>   |
| Biên EBIT                   | 1,4%          | 4,0%          | 7,6%         | 7,9%         | 7,9%         |
| <b>LN trước thuế</b>        | <b>58</b>     | <b>390</b>    | <b>411</b>   | <b>503</b>   | <b>555</b>   |
| Biên LN trước thuế          | 0,5%          | 3,7%          | 7,1%         | 7,4%         | 7,4%         |
| <b>Chi phí thuế</b>         | <b>12</b>     | <b>69</b>     | <b>68</b>    | <b>84</b>    | <b>92</b>    |
| Thuế suất                   | 20,9%         | 17,6%         | 16,6%        | 16,6%        | 16,6%        |
| <b>Lợi nhuận ròng</b>       | <b>46</b>     | <b>322</b>    | <b>343</b>   | <b>420</b>   | <b>463</b>   |
| Biên LN ròng                | 0,4%          | 3,1%          | 5,9%         | 6,1%         | 6,2%         |
| <b>EPS pha loãng (đồng)</b> | <b>917</b>    | <b>2.243</b>  | <b>2.389</b> | <b>2.925</b> | <b>3.224</b> |

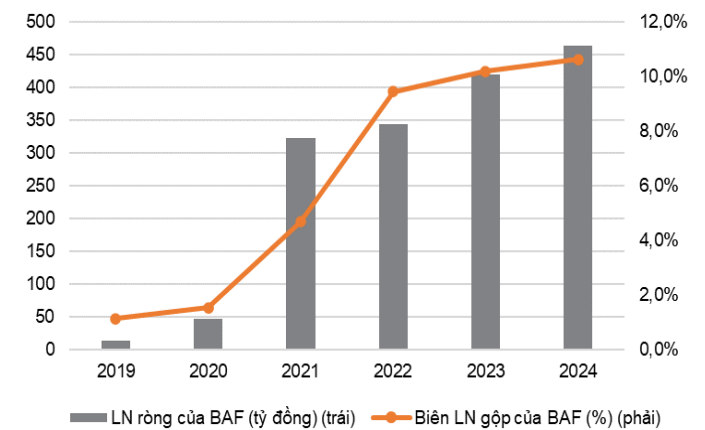
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 21: Mảng 3F tăng tỷ trọng đóng góp vào lợi nhuận gộp của BAF trong 2022-24



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 22: Lợi nhuận ròng tăng trưởng trong 2022-2023 nhờ cải thiện biên lợi nhuận gộp



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 23: So sánh KQKD 6T22

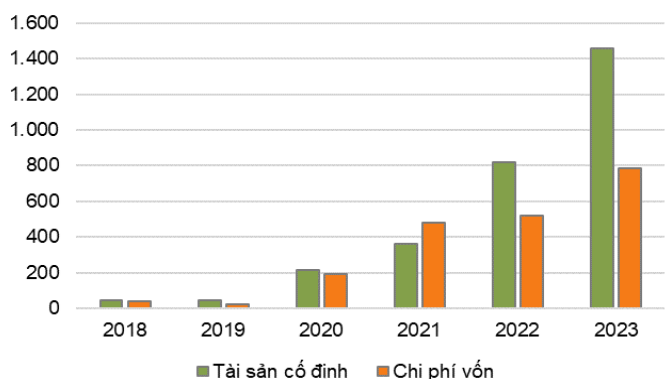
| Tỷ đồng                     | 6T22         | 6T21         | % svck          | Dự phóng 2022 | % sv dự phóng    | Chú thích                                                                                                                                                                                |
|-----------------------------|--------------|--------------|-----------------|---------------|------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Doanh thu</b>            | <b>2.969</b> | <b>5.251</b> | -43,5%          | <b>5.788</b>  | <b>51,3%</b>     |                                                                                                                                                                                          |
| Kinh doanh nông sản         | 2.348        | 4.963        | -52,7%          | 4.197         | 55,9%            | Doanh thu mảng kinh doanh nông sản giảm 52,7% svck do DN chủ động cắt giảm sản lượng bán hàng nhằm thu hẹp quy mô mảng này, tập trung đầu tư vào hoạt động chăn nuôi.                    |
| Mảng 3F                     | 621          | 288          | 115,9%          | 1.589         | 39,1%            |                                                                                                                                                                                          |
| Khác                        | 2            | 0,4          | 335,9%          | 3             | 58,7%            | Chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ hoạt động chăn nuôi sẽ ghi nhận mức tăng trưởng cao hơn trong nửa cuối năm 2022 nhờ nhu cầu tiêu thụ, tích trữ thịt sẽ tăng vào trước dịp lễ Tết.         |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>        | <b>207</b>   | <b>276</b>   | -25,0%          | <b>546</b>    | <b>37,9%</b>     |                                                                                                                                                                                          |
| Kinh doanh nông sản         | 72,9         | 145,1        | -49,8%          | 132,9         | 54,8%            |                                                                                                                                                                                          |
| Mảng 3F                     | 135,1        | 132,0        | 2,3%            | 413,4         | 32,7%            |                                                                                                                                                                                          |
| Khác                        | 0,1          | (0,9)        | N/a             | 0,2           | 57,6%            |                                                                                                                                                                                          |
| <b>Biên LN gộp</b>          | <b>7,0%</b>  | <b>5,3%</b>  | <b>1,7đ %</b>   | <b>9,4%</b>   | <b>-2,5đ %</b>   |                                                                                                                                                                                          |
| Kinh doanh nông sản         | 3,1%         | 2,9%         | 0,2đ %          | 3,2%          | -0,1đ %          |                                                                                                                                                                                          |
| Mảng 3F                     | 21,8%        | 45,9%        | <b>-24,2đ %</b> | 26,0%         | <b>-4,3đ %</b>   | Chúng tôi kỳ vọng giá lợn hơi tăng 31.8% svck trong nửa cuối năm 2022 từ đó hỗ trợ giá bán lẻ thịt lợn của BAF phục hồi trong nửa cuối năm, giúp công ty cải thiện biên LN gộp mảng này. |
| Khác                        | 5,9%         | N/a          |                 | 6,0%          | <b>-0,1% pts</b> |                                                                                                                                                                                          |
| <b>Chi phí BH và QLDN</b>   | <b>65</b>    | <b>27</b>    | <b>141,0%</b>   | <b>107</b>    | <b>60,5%</b>     |                                                                                                                                                                                          |
| % chi phí BH và QLDN/DT     | 2,2%         | 0,5%         | 1,7đ %          | 1,8%          | 0,3đ %           |                                                                                                                                                                                          |
| <b>Chi phí BH</b>           | <b>26</b>    | <b>5</b>     | <b>436,8%</b>   | <b>55</b>     | <b>47,2%</b>     |                                                                                                                                                                                          |
| % chi phí BH/DT             | 0,9%         | 0,1%         | 0,8đ %          | 1,0%          | -0,1đ %          |                                                                                                                                                                                          |
| <b>Chi phí QLDN</b>         | <b>39</b>    | <b>22</b>    | <b>75,9%</b>    | <b>52</b>     | <b>74,5%</b>     |                                                                                                                                                                                          |
| % chi phí QLDN/DT           | 1,3%         | 0,4%         | 0,9đ %          | 0,9%          | 0,4đ %           |                                                                                                                                                                                          |
| <b>EBIT</b>                 | <b>142</b>   | <b>249</b>   | <b>-42,9%</b>   | <b>442</b>    | <b>32,2%</b>     |                                                                                                                                                                                          |
| Biên EBIT                   | 4,8%         | 4,7%         | 0,0đ %          | 7,6%          | -2,8đ %          |                                                                                                                                                                                          |
| <b>LN trước thuế</b>        | <b>155</b>   | <b>246</b>   | <b>-37,0%</b>   | <b>411</b>    | <b>37,7%</b>     |                                                                                                                                                                                          |
| Biên LN trước thuế          | 5,2%         | 4,7%         | 0,5đ %          | 7,1%          | -1,9đ %          |                                                                                                                                                                                          |
| <b>Chi phí thuế</b>         | <b>26</b>    | <b>45</b>    | <b>-42,2%</b>   | <b>68</b>     | <b>38,1%</b>     |                                                                                                                                                                                          |
| Thuế suất                   | 16,8%        | 18,3%        | -1,5đ %         | 16,6%         | 0,2đ %           |                                                                                                                                                                                          |
| <b>Lợi nhuận ròng</b>       | <b>128</b>   | <b>201</b>   | <b>-36,5%</b>   | <b>343</b>    | <b>37,3%</b>     |                                                                                                                                                                                          |
| Biên LN ròng                | 4,3%         | 3,8%         | 0,5đ %          | 5,9%          | -1,6đ %          |                                                                                                                                                                                          |
| <b>EPS pha loãng (đồng)</b> | <b>1.401</b> | <b>4.022</b> | <b>-65,2%</b>   | <b>2.389</b>  | <b>58,6%</b>     |                                                                                                                                                                                          |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, COMPANY REPORTS

### Tình hình tài chính – Nhu cầu huy động vốn lớn cho kế hoạch mở rộng

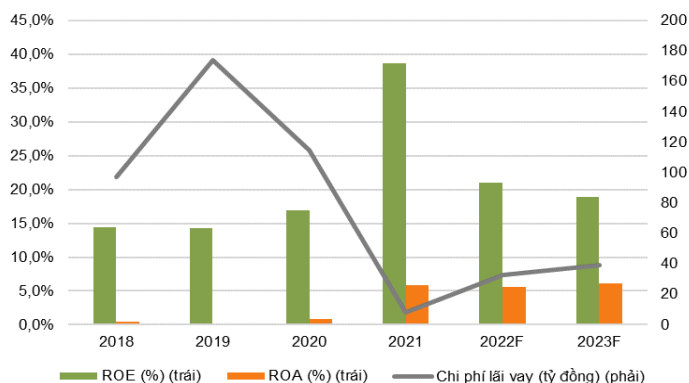
Trong 5 năm tới, BAF đặt ra mục tiêu trở thành 1 trong 3 DN hàng đầu về chuỗi 3F khép kín, sở hữu 35-40 trang trại trong năm 2026 với tổng đàn 65,000-70,000 lợn giống và 2,5 triệu lợn thương phẩm. Tầm nhìn tới 2030, tổng đàn tăng lên đạt 2,5 triệu con, trong đó có 200,000 con giống. Với kế hoạch đầu tư này, chúng tôi cho rằng DN cần mức vốn khoảng 2.500 tỷ đồng trong 2023.

Hình 24: Tài sản cố định và chi phí vốn trong giai đoạn 2018-2023 (đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 25: Hệ số khả năng sinh lời của doanh nghiệp

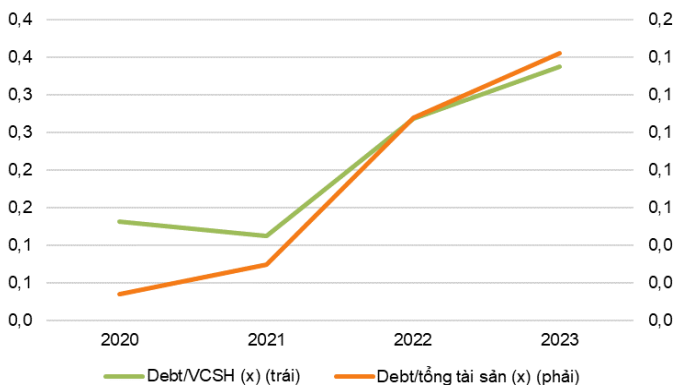


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Doanh nghiệp đã huy động 700 tỷ đồng thông qua hình thức phát hành thêm cổ phiếu, gần 1.600 tỷ đồng từ phát hành trái phiếu ra công chúng và IFC (quỹ đầu tư của World Bank). Phần còn lại sẽ huy động từ vay nợ ngân hàng. Chúng tôi dự phóng tổng vay nợ của doanh nghiệp đạt 774/902 tỷ đồng trong giai đoạn 2022-2023 và hệ số nợ/vốn chủ đạt 0.14x trong 2023 từ 0.03x của 2021.

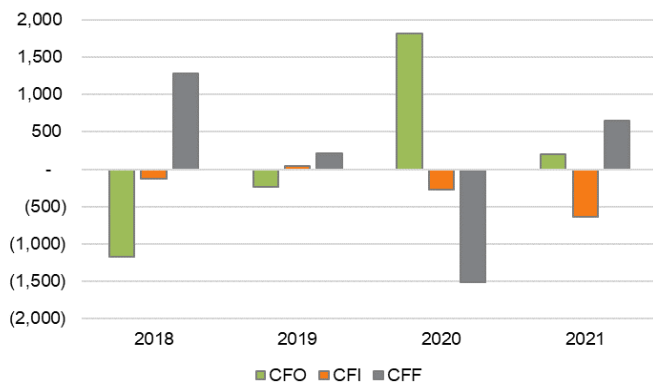
Trong tháng 8, Ban lãnh đạo đã đồng ý thông qua hình thức phát hành trái phiếu riêng lẻ 600 tỷ đồng cho Tập đoàn Tài chính Quốc tế (IFC) - một thành viên của World Bank. Đây là trái phiếu chuyển đổi, không kèm chứng quyền, không có tài sản đảm bảo, phát hành tại thị trường trong nước. Thời gian dự kiến phát hành là Q3-Q4/2022. Do giai đoạn chuyển đổi bắt đầu từ 2027 (theo ban lãnh đạo), chúng tôi cho rằng chưa có rủi ro pha loãng cổ phiếu BAF trong thời điểm hiện tại. Bên cạnh đó, BAF cũng sẽ vay 300 tỷ đồng từ IFC (chúng tôi chưa bao phản ánh yếu tố này vào mô hình định giá chưa có thông tin chi tiết) thông qua trái phiếu ưu đãi. Chúng tôi cũng cho rằng doanh nghiệp sẽ không chi trả cổ tức trong vòng 3 năm tới do nhu cầu vốn lớn để đầu tư mở rộng hệ thống trang trại.

Hình 26: BAF duy trì đòn bẩy tài chính ở mức thấp trong giai đoạn 2020-2021



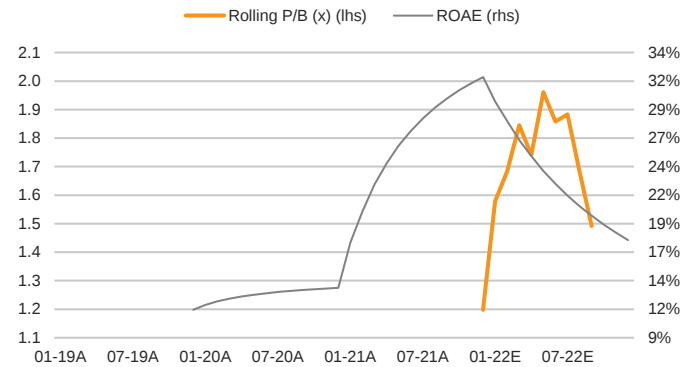
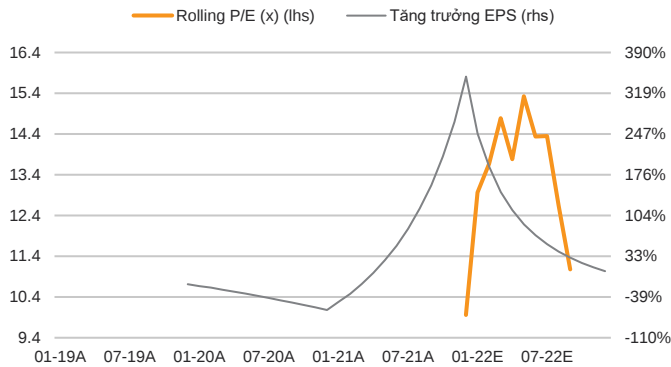
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 27: Lưu chuyển tiền tệ của BAF trong giai đoạn 2018-2021 (VNDbn)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Định giá



### Báo cáo KQ HKKD

| (tỷ VND)                              | 12-21A     | 12-22E     | 12-23E     |
|---------------------------------------|------------|------------|------------|
| Doanh thu thuần                       | 10.434     | 5.788      | 6.828      |
| Giá vốn hàng bán                      | (9.947)    | (5.239)    | (6.129)    |
| Chi phí quản lý DN                    | (54)       | (52)       | (71)       |
| Chi phí bán hàng                      | (16)       | (55)       | (87)       |
| <b>LN hoạt động thuần</b>             | <b>418</b> | <b>442</b> | <b>540</b> |
| EBITDA thuần                          | 385        | 379        | 398        |
| <b>Chi phí khấu hao</b>               | <b>32</b>  | <b>63</b>  | <b>143</b> |
| <b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b> | <b>418</b> | <b>442</b> | <b>540</b> |
| Thu nhập lãi                          | 3          | 2          | 2          |
| Chi phí tài chính                     | (32)       | (33)       | (39)       |
| Thu nhập ròng khác                    | 3          | 0          | 0          |
| TN từ các Cty LK & LD                 | (1)        | 0          | 0          |
| <b>LN trước thuế</b>                  | <b>390</b> | <b>411</b> | <b>503</b> |
| Thuế                                  | (69)       | (68)       | (84)       |
| Lợi ích cổ đông thiểu số              | 0          | 0          | 0          |
| <b>LN ròng</b>                        | <b>322</b> | <b>343</b> | <b>420</b> |
| Thu nhập trên vốn                     | 322        | 343        | 420        |
| Cổ tức phổ thông                      | 0          | 0          | 0          |
| <b>LN giữ lại</b>                     | <b>322</b> | <b>343</b> | <b>420</b> |

### Bảng cân đối kế toán

| (tỷ VND)                         | 12-21A       | 12-22E       | 12-23E       |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Tiền và tương đương tiền         | 291          | 301          | 334          |
| Đầu tư ngắn hạn                  | 57           | 58           | 68           |
| Các khoản phải thu ngắn hạn      | 2.863        | 1.237        | 1.459        |
| Hàng tồn kho                     | 1.088        | 695          | 751          |
| Các tài sản ngắn hạn khác        | 12           | 2.283        | 1.969        |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>     | <b>4.311</b> | <b>4.573</b> | <b>4.581</b> |
| Tài sản cố định                  | 789          | 1.268        | 1.952        |
| Tổng đầu tư                      | 63           | 63           | 63           |
| Tài sản dài hạn khác             | 294          | 193          | 223          |
| <b>Tổng tài sản</b>              | <b>5.457</b> | <b>6.097</b> | <b>6.820</b> |
| Vay & nợ ngắn hạn                | 15           | 58           | 273          |
| Phải trả người bán               | 3.774        | 2.778        | 2.731        |
| Nợ ngắn hạn khác                 | 62           | 210          | 247          |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>          | <b>3.851</b> | <b>3.046</b> | <b>3.252</b> |
| Vay & nợ dài hạn                 | 149          | 600          | 697          |
| Các khoản phải trả khác          | 3            | 1            | 2            |
| Vốn điều lệ và                   | 780          | 1.435        | 1.435        |
| LN giữ lại                       | 387          | 730          | 1.150        |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>            | <b>1.455</b> | <b>2.449</b> | <b>2.870</b> |
| Lợi ích cổ đông thiểu số         | 0            | 0            | 0            |
| <b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b> | <b>5.457</b> | <b>6.097</b> | <b>6.820</b> |

### Báo cáo LCTT

| (tỷ VND)                        | 12-21A       | 12-22E       | 12-23E       |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>LN trước thuế</b>            | <b>390</b>   | <b>411</b>   | <b>503</b>   |
| Khấu hao                        | 32           | 63           | 143          |
| Thuế đã nộp                     | (63)         | (68)         | (84)         |
| Các khoản điều chỉnh khác       | 5            | 0            | 0            |
| <b>Thay đổi VLD</b>             | <b>(157)</b> | <b>(369)</b> | <b>(67)</b>  |
| <b>LC tiền thuần HKKD</b>       | <b>207</b>   | <b>37</b>    | <b>496</b>   |
| Đầu tư TSCĐ                     | (482)        | (521)        | (785)        |
| Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ      | 24           | 0            | 0            |
| Các khoản khác                  | (179)        | (0)          | 11           |
| Thay đổi tài sản dài hạn khác   | 4            | 0            | 0            |
| <b>LC tiền từ HĐĐT</b>          | <b>(633)</b> | <b>(521)</b> | <b>(775)</b> |
| Thu từ PH CP, nhận góp VCSH     | 560          | 0            | 0            |
| Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ     | 0            | 0            | 0            |
| Tiền vay ròng nhận được         | 89           | 495          | 312          |
| 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>648</b>   | <b>495</b>   | <b>312</b>   |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì  | 68           | 291          | 301          |
| <b>LC tiền thuần trong năm</b>  | <b>223</b>   | <b>10</b>    | <b>33</b>    |
| Tiền & tương đương tiền cuối kì | 291          | 301          | 334          |

### Các chỉ số cơ bản

|                                 | 12-21A  | 12-22E  | 12-23E |
|---------------------------------|---------|---------|--------|
| <b>Dupont</b>                   |         |         |        |
| Biên LN ròng                    | 3,1%    | 5,9%    | 6,1%   |
| Vòng quay TS                    | 1,95    | 1,00    | 1,06   |
| ROAA                            | 6,0%    | 5,9%    | 6,5%   |
| Đòn bẩy tài chính               | 5,30    | 2,96    | 2,43   |
| ROAE                            | 31,9%   | 17,6%   | 15,8%  |
| <b>Hiệu quả</b>                 |         |         |        |
| Số ngày phải thu                | 95,0    | 73,0    | 73,0   |
| Số ngày nắm giữ HTK             | 39,9    | 48,4    | 44,7   |
| Số ngày phải trả tiền bán       | 138,5   | 193,6   | 162,6  |
| Vòng quay TSCĐ                  | 18,62   | 5,63    | 4,24   |
| ROIC                            | 19,9%   | 11,0%   | 10,9%  |
| <b>Thanh khoản</b>              |         |         |        |
| Khả năng thanh toán ngắn hạn    | 1,1     | 1,5     | 1,4    |
| Khả năng thanh toán nhanh       | 0,8     | 1,3     | 1,2    |
| Khả năng thanh toán tiền mặt    | 0,1     | 0,1     | 0,1    |
| Vòng quay tiền                  | (3,6)   | (72,2)  | (44,9) |
| <b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b> |         |         |        |
| Tăng trưởng DT thuần            | (18,8%) | (44,5%) | 18,0%  |
| Tăng trưởng LN từ HKKD          | 133,7%  | 5,9%    | 22,2%  |
| Tăng trưởng LN ròng             | 602,3%  | 6,5%    | 22,4%  |
| Tăng trưởng EPS                 | 347,8%  | 6,5%    | 22,4%  |

Nguồn: VND RESEARCH

## **HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT**

### **Khuyến nghị cổ phiếu**

|                     |                                                                 |
|---------------------|-----------------------------------------------------------------|
| <b>KHẢ QUAN</b>     | Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên                   |
| <b>TRUNG LẬP</b>    | Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% |
| <b>KÉM KHẢ QUAN</b> | 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**

|                   |                                                                                                  |
|-------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>TÍCH CỰC</b>   | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền   |
| <b>TRUNG TÍNH</b> | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền |
| <b>TIÊU CỰC</b>   | 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](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

### **Hà Thu Hiền – Chuyên viên Phân tích**

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

### **Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT**

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

Điện thoại: +84 2439724568

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

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