

## CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam (BAF)

## KHÔNG ĐÁNH GIÁ

Ngành Nông nghiệp/Thực phẩm  
Ngày báo cáo 15/10/2024  
Giá hiện tại 22.600 VND  
Lợi suất cổ tức 0,0%

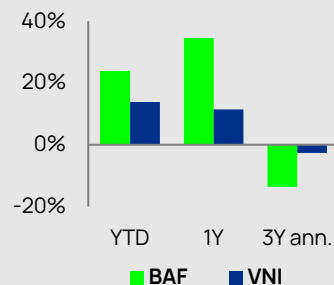
GT vốn hóa 5,4 nghìn tỷ đồng  
Room KN 2,6 nghìn tỷ đồng  
GTGD/ngày (30n) 77,5 tỷ đồng  
Cổ phần Nhà nước 0%  
SL cổ phiếu lưu hành 239tr

	BAF	Peers	VNI
P/E (trượt)	33,3x	42,6x	15,9x
P/B (ht)	2,6x	1,7x	1,7x
ROA	2,4%	1,6%	1,8%
ROE	8,2%	3,3%	12,0%

## Tổng quan Công ty

CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam (HOSE: BAF) là công ty chăn nuôi heo của Việt Nam với mô hình kinh doanh "Feed-Farm-Food" (3F) khép kín.

## Diễn biến giá cổ phiếu



**Tống Hoàng Trâm Anh**  
Chuyên viên cao cấp

**Vũ Minh Đức**  
Phó Giám đốc

	2021	2022	2023	6T 2024
Doanh thu (tỷ đồng)	10.434	7.083	5.199	2.613
% YoY	-18,8%	-32,1%	-26,6%	8,6%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	322	287	27	154
% YoY	602,0%	-10,9%	-90,6%	2,2%
EPS	602,0%	-10,9%	-90,6%	0,0%
Biên LN gộp	4,7%	7,4%	6,6%	10,9%
Biên EBITDA	4,3%	5,9%	4,7%	14,5%
Biên LN từ HĐKD	4,0%	5,2%	2,9%	7,8%
Biên LN ròng	3,1%	4,0%	0,5%	5,9%
EV/EBITDA*	12,3x	12,8x	27,8x	15,1x
P/E*	17,6x	16,2x	302,1x	33,3x
P/B*	3,9x	2,7x	2,8x	2,6x
ROE	32,0%	18,0%	1,5%	7,9%

\* Dựa theo diễn biến giá cổ phiếu - ngoại trừ số liệu năm 2023 và 6T 2024 là dựa theo giá và số lượng cổ phiếu hiện tại

## Mảng "Feed-Farm-Food" (3F) bước vào chu kỳ tăng trưởng

- Chúng tôi cập nhật thông tin về CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam (BAF) sau [báo cáo gần nhất](#) của chúng tôi vào ngày 19/09/2022.
- Doanh thu của BAF đang dịch chuyển dần từ mảng kinh doanh nông sản truyền thống sang chăn nuôi 3F, với tỷ trọng doanh thu tương ứng của mảng bán nông sản /3F thay đổi từ 93%/7% trong năm 2021 sang 45%/55% trong nửa đầu năm 2024.
- Mảng 3F với tỷ trọng doanh thu tăng dần và biên lợi nhuận cao hơn cũng là động lực chính giúp biên lợi nhuận gộp chung của BAF cải thiện từ 4,7% trong năm 2021 lên 7,4% /6.6% trong giai đoạn 2022/2023.
- Doanh thu thuần/lợi nhuận gộp nửa đầu năm 2024 lần lượt tăng 9%/84% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ mảng chăn nuôi 3F, khi các trang trại mới bắt đầu đóng góp doanh thu và giá heo hơi phục hồi mạnh.
- Chúng tôi kỳ vọng giá heo hơi sẽ duy trì ở mức cao trong quý 4/2024 - quý 1/2025 do nguồn cung thịt heo giảm trong bối cảnh dịch tả heo châu Phi (ASF) tiếp tục bùng phát và tác động của bão Yagi.
- Chúng tôi kỳ vọng các công ty chăn nuôi heo quy mô lớn như BAF cũng sẽ được hưởng lợi từ chi phí thức ăn chăn nuôi thấp hơn và Luật Chăn nuôi mới (có hiệu lực từ ngày 01/01/2025) (xem trang 11).
- BAF đặt mục tiêu LNST năm 2024 là 306 tỷ đồng (+909% so với cùng kỳ). Chúng tôi cho rằng mục tiêu này khả thi tham vọng do 64% LNST trong nửa đầu năm 2024 là thu nhập bất thường từ hoạt động bán đất (xem trang 7).
- Trong ngắn hạn, BAF dự kiến sẽ tiếp tục giảm hoạt động kinh doanh nông sản, tập trung nhiều hơn vào mảng chăn nuôi 3F. BAF đặt mục tiêu mở rộng công suất chăn nuôi lên 10 triệu con heo/năm vào năm 2030.
- BAF hiện đang giao dịch với P/E trượt 12T là 33,3 lần - thấp hơn 22% so với trung vị P/E của một số công ty cùng ngành mà chúng tôi lựa chọn là 42,6 lần (xem trang 15).
- Rủi ro: (1) Giá heo hơi thấp hơn dự kiến; (2) đòn bẩy tài chính cao hơn do kế hoạch mở rộng trang trại, (3) mối quan hệ với Tập đoàn Tân Long, (4) thời tiết và dịch bệnh bất lợi, và (5) khả năng pha loãng EPS từ đợt phát hành riêng lẻ sắp tới (xem trang 15).

**BAF đặt mục tiêu đạt công suất chăn nuôi heo hàng năm là 10 triệu con vào năm 2030.** Trong nửa đầu năm 2024, BAF đã đưa các trang trại lớn tại tỉnh Tây Ninh vào hoạt động, như Hải Đăng, Tân Châu và Tam Hưng với tổng công suất thiết kế là 10.000 heo nái và 90.000 heo thịt. Điều này giúp BAF đạt được mục tiêu năm 2024 là 800.000 con heo/năm, đồng thời mở rộng từ miền Nam ra Tây Nguyên và miền Bắc. Trong quý 4/2024 và năm 2025, BAF có kế hoạch đưa vào hoạt động một số trang trại mới tại Quảng Ninh, Đắk Nông và Thanh Hóa với tổng công suất thiết kế là 22.500 heo nái và 222.000 heo thịt. Đến năm 2030, BAF đặt mục tiêu tham vọng là đạt công suất chăn nuôi heo hàng năm 10 triệu con. Ban lãnh đạo tự tin sẽ đạt được điều này với mô hình trang trại heo nhiều tầng từ Tập đoàn Muyuan - đối tác Trung Quốc mà công ty vừa ký kết hợp tác chiến

lược gần đây. Theo ban lãnh đạo, trang trại 6 tầng của Muyuan có thể chứa số lượng heo nái và heo thịt gấp 17-22 lần so với cụm Hải Đăng, bao gồm cả một nhà máy cám và giết mổ, tất cả trên một nửa diện tích đất (xem trang 12). BAF cũng có kế hoạch áp dụng công nghệ tiên tiến của Tập đoàn Muyuan tại các trang trại của công ty để giảm thiểu dịch bệnh, nâng cao hiệu quả kinh doanh và giảm chi phí sản xuất trong ngắn hạn.

## Mục lục

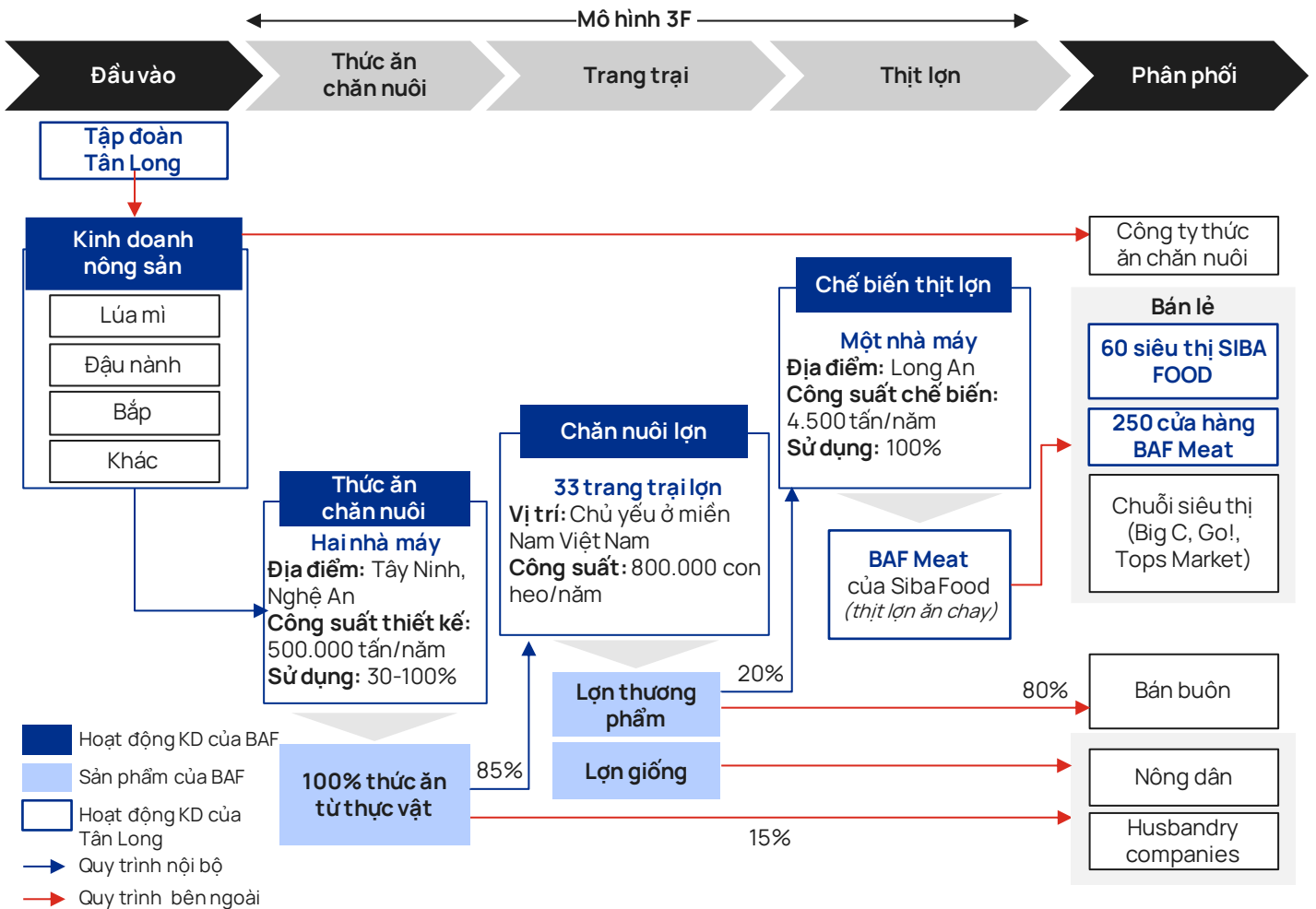
Màng "Feed-Farm-Food" (3F) bước vào chu kỳ tăng trưởng.....	1
Tổng quan Công ty .....	4
KQKD giai đoạn 2022-6T 2024.....	5
Doanh thu giai đoạn 2022-2023 giảm, nhưng biên gộp cải thiện so với năm 2021 .....	6
Mở rộng trang trại làm tăng đòn bẩy tài chính.....	7
LNST sau lợi ích CĐTS 6T 2024 tăng mạnh, hoàn thành 51% kế hoạch năm 2024.....	7
Triển vọng.....	9
Triển vọng thị trường .....	9
Giá heo hơi tiếp tục ở mức cao trong bối cảnh nguồn cung giảm trong giai đoạn quý 4/2024 – quý 1/2025 .....	9
Chi phí thức ăn chăn nuôi giảm nhờ giá nguyên liệu đầu vào thuận lợi .....	11
Luật Chăn nuôi mới dự kiến sẽ mang lại lợi thế cho các doanh nghiệp chăn nuôi heo quy mô lớn .....	11
Triển vọng Công ty .....	12
Tiếp tục giảm tỷ trọng mảng kinh doanh nông sản.....	12
Tiếp tục mục tiêu mở rộng công suất chăn nuôi năm 2030 đạt 10 triệu con heo/năm trải dài khắp Việt Nam .....	12
Áp dụng công nghệ tiên tiến để cải thiện biên lợi nhuận .....	14
Môi trường lãi suất thấp sẽ giúp giảm bớt áp lực lãi vay .....	14
Thực hiện phát hành riêng lẻ trong quý 4/2024 – quý 4/2025 .....	14
Kế hoạch kinh doanh của công ty .....	15
Định giá .....	15
Rủi ro Đầu tư.....	16
Báo cáo Tài chính .....	18
Khuyến cáo .....	21

## Tổng quan Công ty

CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam (HOSE: BAF) là công ty chăn nuôi heo của Việt Nam. Kinh doanh nông sản là HĐKD truyền thống của BAF trước khi mở rộng sang mô hình "Feed-Farm-Food" (3F) khép kín vào năm 2019. Năm 2023, kinh doanh nông sản chiếm 76% doanh thu, tiếp theo là 3F (23%) và các HĐKD khác như bán thức ăn chăn nuôi hoặc đầu tư BĐS (1%). BAF được niêm yết trên HOSE vào năm 2021.

Chúng tôi cập nhật thông tin về BAF sau báo cáo gần nhất của chúng tôi, [BAF: Chuyển hướng sang mô hình chăn nuôi khép kín 3F \(Feed - Farm - Food\)](#), vào ngày 19/09/2022. Mô hình 3F của công ty và mối quan hệ của công ty với Tập đoàn Tân Long được trình bày trong hình sau.

Hình 1: Mô hình 3F của BAF



Nguồn: BAF, Vietcap

Hình 1 cho thấy BAF có sự liên kết chặt chẽ với Tập đoàn Tân Long trong HĐKD. BAF sử dụng nguyên liệu từ Tân Long để sản xuất thức ăn chăn nuôi và phân phối thịt heo thương hiệu "Heo ăn chay" qua hệ thống siêu thị SIBA FOOD và cửa hàng BAF Meat của tập đoàn này.

Tập đoàn Tân Long cũng có ảnh hưởng lớn đến cơ cấu quản lý và cổ đông của BAF (Hình 2). Ông Trương Sỹ Bá, Chủ tịch HĐQT của BAF, đồng thời là Chủ tịch HĐQT của Tập đoàn Tân Long. Bà Bùi Hương Giang, Tổng Giám đốc BAF, là Phó Tổng Giám đốc Tập đoàn Tân Long. Ba cổ đông lớn nhất của BAF là CTCP Siba Holdings (36% cổ phần) - đơn vị liên quan đến Tập đoàn Tân Long, bà Bùi Hương Giang (3%) và ông Nguyễn Anh Tuấn (1,7%) - Tổng Giám đốc của Siba Food.

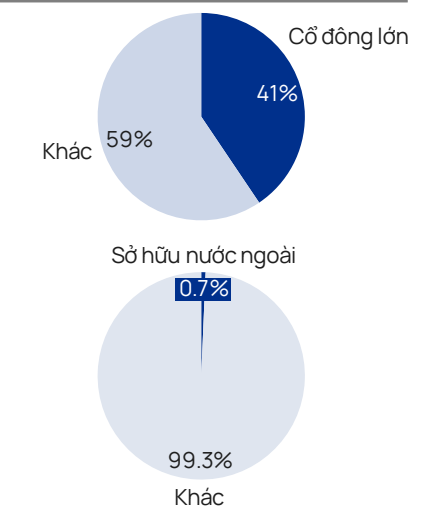
Hình 2: Ban lãnh đạo và cơ cấu sở hữu của BAF

BAN LÃNH ĐẠO (T10/2024)		
Tên	Vị trí	
Ông Trương Sỹ Bá	Chủ tịch HĐQT	
Bà Bùi Hương Giang	Tổng Giám đốc	
Ông Trương Anh Tuấn	Phó Tổng GD	

CỔ ĐÔNG LỚN (T10/2024)		
Tên	Triệu CP	%
CTCP Siba Holdings	85.8	35.9%
Bà Bùi Hương Giang	7.2	3.01%
Ông Nguyễn Anh Tuấn (Tổng GD Siba Food Việt Nam)	3.9	1.65%

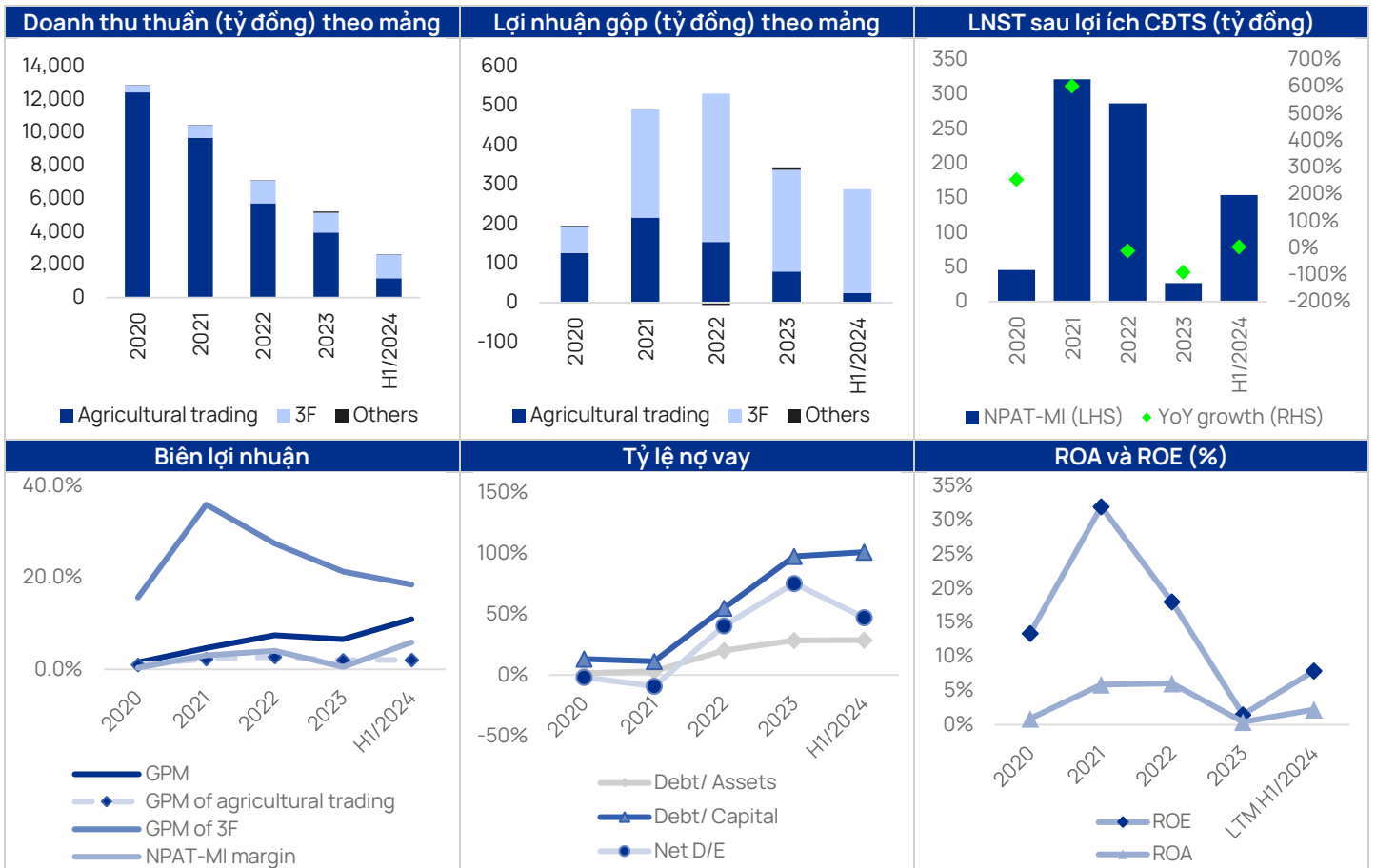
Cơ cấu cổ đông  
%, T10/2024



Nguồn: BAF, Vietcap

## KQKD giai đoạn 2022-6T 2024

Hình 3: Kết quả tài chính của BAF giai đoạn 2020-6T 2024



Nguồn: BAF, Vietcap

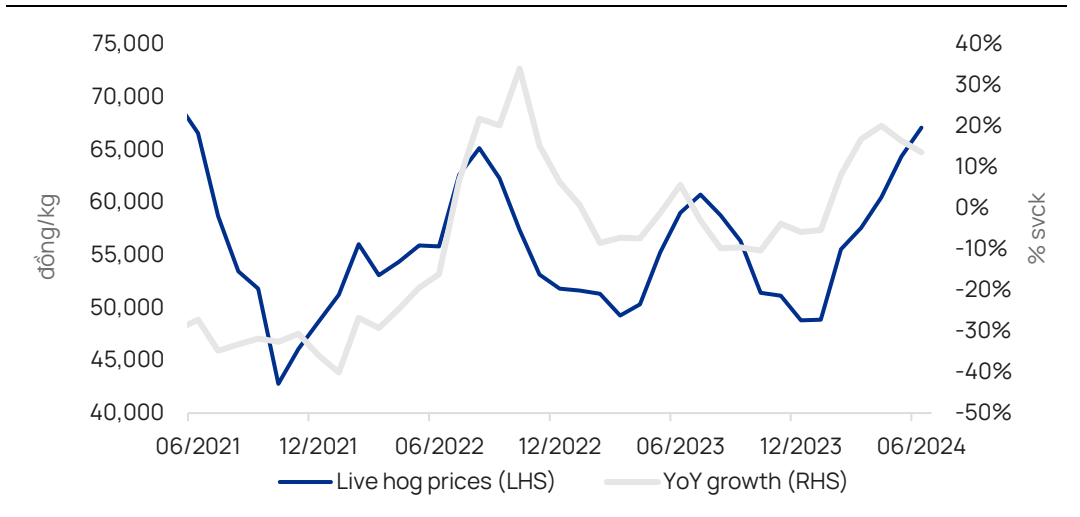
## Mảng 3F đang tái cấu trúc doanh thu của BAF

**Kinh doanh nông sản vẫn là nguồn đóng góp doanh thu lớn nhất, nhưng tỷ trọng đang giảm dần:** Công ty mua các nguyên liệu thức ăn chăn nuôi chính (lúa mì, đậu nành và ngô) từ Tập đoàn Tân Long và phân phối cho các nhà sản xuất thức ăn chăn nuôi tại Việt Nam. Từ khi mở rộng sang mảng 3F, tỷ trọng doanh thu của mảng kinh doanh nông sản đã giảm từ 93% năm 2021 xuống còn 45% trong nửa đầu năm 2024. Ngược lại, tỷ trọng doanh thu của mảng 3F đã tăng từ 7% lên 55% trong giai đoạn 2021-6T 2024. Các mảng khác bao gồm bán thức ăn chăn nuôi thương mại và đầu tư, cho thuê BĐS, với tổng tỷ trọng đóng góp dưới 1% doanh thu.

## Doanh thu giai đoạn 2022-2023 giảm, nhưng biên gộp cải thiện so với năm 2021

**Doanh thu năm 2022/2023 của BAF lần lượt giảm 32%/27% svck.** Nguyên nhân chính là do (1) BAF thu hẹp HDKD nông sản trong khi (2) mô hình kinh doanh 3F vẫn ở đang giai đoạn đầu áp dụng và gặp khó khăn do điều kiện thị trường không thuận lợi. Giai đoạn 2022-2023, giá heo hơi biến động mạnh, từ mức đỉnh 65.000 đồng/kg vào tháng 8/2022 xuống gần 49.000 đồng/kg cuối năm 2023 (Hình 4). Ban lãnh đạo BAF cho rằng nguyên nhân là do nhu cầu tiêu thụ yếu, trong khi nguồn cung nội địa ở mức cao do các hộ chăn nuôi nhỏ lẻ bán tháo đàn heo trong bối cảnh dịch tả heo châu Phi (ASF) diễn biến phức tạp. Thêm vào đó, thịt heo nhập lậu giá rẻ từ các nước láng giềng cũng gây áp lực lên giá heo hơi trong nước. Do đó, giá bán heo hơi bình quân của BAF giảm 7-8% svck trong giai đoạn 2022-2023. Trong khi đó, sản lượng heo thương phẩm bán ra tăng gấp đôi trong năm 2022 nhờ BAF tích cực mở rộng quy mô trang trại. Năm 2023, do BAF giảm bán heo sữa để tập trung vào chế biến thịt, sản lượng heo bán ra giảm nhẹ 5%. Nhìn chung, doanh thu gộp từ mảng 3F của BAF năm 2022/2023 lần lượt đạt 1,4 nghìn tỷ đồng (tăng 80% svck) và 1,2 nghìn tỷ đồng (giảm 12% svck).

**Hình 4: Giá heo hơi trong giai đoạn tháng 6/2021 đến tháng 6/2024**

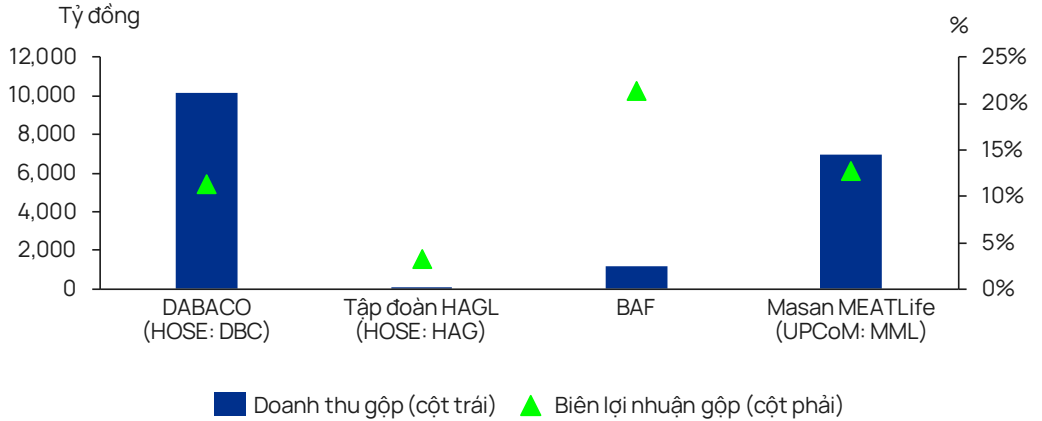


Nguồn: Channuoivietnam.com, Vietcap

## Biên lợi nhuận gộp cải thiện từ 5% vào năm 2021 lên khoảng 7% trong giai đoạn 2022-2023:

Mặc dù đóng góp phần lớn doanh thu, nhưng HDKD nông sản lại có biên lợi nhuận tương đối thấp, chỉ khoảng 1-3% trong giai đoạn 2020-2023. Khi BAF tiếp tục đẩy mạnh doanh thu của mô hình 3F có biên lợi nhuận cao, biên lợi nhuận gộp tổng hợp của công ty đã được cải thiện trong giai đoạn 2022-2023 so với năm 2021. Tuy nhiên, mức cải thiện biên lợi nhuận là không đáng kể do biến động bất lợi của mảng kinh doanh 3F. Cụ thể, do giá đầu vào vẫn ở mức cao trong khi giá heo hơi biến động, biên lợi nhuận gộp của mảng 3F đã giảm từ mức cao 36% năm 2021 xuống 21% năm 2023. Mặc dù vậy, biên lợi nhuận gộp mảng 3F của BAF vẫn cao hơn so với các công ty chăn nuôi heo niêm yết khác như DABACO (HOSE: DBC), Tập đoàn HAGL (HOSE: HAG) hay Masan MEATLife (UPCoM: MML) (Hình 5). Chúng tôi cho rằng điều này chủ yếu là do giá đầu vào hợp lý và ổn định hơn của BAF, được cung cấp bởi công ty liên quan – Tập đoàn Tân Long.

**Hình 5: Doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng 3F của BAF và các công ty chăn nuôi heo nhiễm yết trong năm 2023**



Nguồn: FiinPro, Vietcap. Lưu ý: Doanh thu của DBC bao gồm doanh thu mảng đậu nành.

### Mở rộng trang trại làm tăng đòn bẩy tài chính

Tính đến cuối tháng 6/2024, BAF báo cáo tổng nợ vay là 2,1 nghìn tỷ đồng – tương đương tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu ròng (D/E) là 47%. Trong giai đoạn 2021-2023, BAF đã đưa vào hoạt động 13 trang trại mới với tổng công suất 27.400 heo nái và 192.000 heo thịt (Hình 6). Do kế hoạch mở rộng mạnh mẽ này, tổng nợ vay của công ty đã tăng mạnh từ 163 tỷ đồng năm 2021 lên 2,1 nghìn tỷ đồng vào cuối tháng 6/2024.

**Môi trường lãi suất cao tác động tiêu cực đến lợi nhuận:** Do lãi suất tăng cao trong giai đoạn quý 4/2022–quý 2/2023, chi phí lãi vay của BAF đã tăng gần gấp 4 lần svck và tác động tiêu cực đến lợi nhuận năm 2023. Do đó, BAF kết thúc năm 2023 với LNST sau lợi ích CĐTS đạt 27 tỷ đồng, giảm 91% svck.

**Hình 6: Các trang trại lớn của BAF được đưa vào hoạt động giai đoạn 2021-6T 2024**

Trang trại	Thời gian bắt đầu hoạt động	Chi phí đầu tư (tỷ đồng)	Vị trí	Tổng diện tích (ha)	Công suất thiết kế
Tây Ninh 1 & 2	Q1 2021	120	Tây Ninh	23	2.400 heo nái; 12.000 heo thịt
Green 1	Q1 2022	220	Tây Ninh	15	30.000 heo thịt
Phú Yên 1	Q3 2022	220	Phú Yên	14	5.000 heo nái
Đông An Khánh	Q1 2023	220	Tây Ninh	15	5.000 heo nái
Green 2	Q2 2023	220	Tây Ninh	10	30.000 heo thịt
Nam An Khánh	Q2 2023	220	Tây Ninh	18	5.000 heo nái
Bắc An Khánh	Q3 2023	220	Tây Ninh	15	30.000 heo thịt
Hải Đăng	Q1 2024	600	Tây Ninh	50	5.000 heo nái; 60.000 heo thịt
Tân Châu	Q2 2024	220	Tây Ninh	12	30.000 heo thịt
Tâm Hưng	Q2 2024	220	Tây Ninh	15	5.000 heo nái
<b>TỔNG CỘNG</b>		<b>2.440</b>		<b>188</b>	<b>27.400 heo nái; 192.000 heo thịt</b>

Nguồn: BAF, Vietcap

### LNST sau lợi ích CĐTS 6T 2024 tăng mạnh, hoàn thành 51% kế hoạch năm 2024

**Doanh thu thuần 6T 2024 tăng 9% svck trong khi lợi nhuận gộp tăng 84% svck.** KQKD ấn tượng này chủ yếu đến từ mảng 3F, khi các trang trại mới bắt đầu tạo ra doanh thu và hưởng lợi từ điều kiện thị trường thuận lợi hơn. Cụ thể, mảng kinh doanh 3F đã bán được 252.000 con heo trong nửa đầu năm 2024, tăng 86% svck. Ngoài ra, giá heo hơi phục hồi mạnh mẽ, tăng từ mức thấp 48.800 đồng/kg vào tháng 12/2023 lên trên 67.000 đồng/kg vào tháng 6/2024 cũng góp phần thúc đẩy

tăng trưởng. Theo ban lãnh đạo, chi phí đầu vào giảm 10-20% so với năm trước đã giúp cải thiện đáng kể biên lợi nhuận gộp của mảng 3F. Nhờ đó, mảng kinh doanh 3F đã tạo ra 2,6 nghìn tỷ đồng doanh thu (+9% svck) và 286 tỷ đồng lợi nhuận gộp (+84% svck).

**Thu nhập ghi nhận một lần từ việc bán đất hỗ trợ lợi nhuận.** Trong nửa đầu năm 2024, BAF báo cáo lợi nhuận 99 tỷ đồng từ việc bán lô đất Mai Chí Thọ ở Long Biên, Hà Nội. Lô đất này ban đầu dự kiến được dùng để phát triển tòa nhà văn phòng mới của BAF. Tuy nhiên, khi công ty chuyển đến địa điểm khác phù hợp hơn vào năm 2023, ban lãnh đạo đã quyết định bán lô đất. Điều này đã thúc đẩy mạnh mẽ LNST sau lợi ích CĐTS của BAF trong nửa đầu năm 2024 lên 154 tỷ đồng – so với 12 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2023.

**BAF đã hoàn thành 51% mục tiêu LNST năm 2024.** Tại ĐHCĐ tháng 4/2024 của công ty, BAF đã đặt mục tiêu doanh thu thuần và LNST năm 2024 lần lượt là 5,5 nghìn tỷ đồng và 306 tỷ đồng. Với điều kiện thị trường chăn nuôi heo thuận lợi hơn và thu nhập ghi nhận một lần từ việc bán đất, BAF đã lần lượt hoàn thành 47% và 51% mục tiêu doanh thu và LNST năm 2024.

**Hình 7: KQKD 6T 2024 – 6T 2024 của BAF**

Tỷ đồng	6T 2023	6T 2024	Svck
<b>Doanh thu gộp</b>	<b>2.408</b>	<b>2.613</b>	<b>8,5%</b>
Chiết khấu bán hàng	-1	0	-85,2%
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>2.406</b>	<b>2.613</b>	<b>8,6%</b>
Giá vốn hàng bán	-2.251	-2.327	3,4%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>155</b>	<b>286</b>	<b>83,8%</b>
Chi phí bán hàng & quản lý (SG&A)	-89	-82	-7,3%
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>67</b>	<b>203</b>	<b>205,2%</b>
Thu nhập tài chính	23	9	-60,7%
Chi phí tài chính	-65	-105	61,6%
Lợi nhuận từ CTLDLK	0	0	N.M.
Lãi/lỗ ròng khác	-7	100	N.M.
<b>LNTT</b>	<b>18</b>	<b>207</b>	<b>N.M.</b>
Chi phí thuế doanh nghiệp	-5	-52	856,5%
<b>LNST trước lợi ích CĐTS</b>	<b>13</b>	<b>155</b>	<b>N.M.</b>
Lợi ích CĐTS	1	1	-47,0%
<b>LNST sau lợi ích CĐTS</b>	<b>12</b>	<b>154</b>	<b>N.M.</b>
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>6,5%</b>	<b>10,9%</b>	<b>+4,5 điểm %</b>
<b>Biên LNST sau lợi ích CĐTS</b>	<b>0,5%</b>	<b>5,9%</b>	<b>+5,4 điểm %</b>

Nguồn: BAF, Vietcap. Lưu ý: Số liệu có thể không được làm tròn.

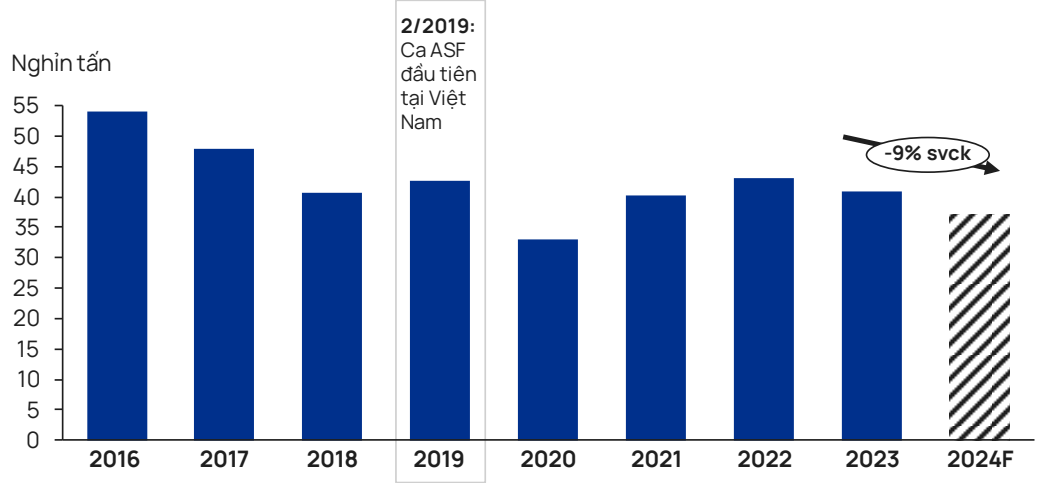


## Triển vọng

### Triển vọng thị trường

Giá heo hơi tiếp tục ở mức cao trong bối cảnh nguồn cung giảm trong giai đoạn quý 4/2024 – quý 1/2025

Hình 8: Nguồn cung heo hơi của Việt Nam trong giai đoạn 2016-2024



Nguồn: Agromonitor, Vietcap

**Nguồn cung heo hơi sẽ giảm 9% svck trong năm 2024:** Agromonitor (một công ty nghiên cứu thị trường nông nghiệp có trụ sở tại Việt Nam) dự báo nguồn cung heo hơi của Việt Nam trong năm 2024 sẽ vào khoảng 37.200 tấn, giảm 9% svck (Hình 8). Hai nguyên nhân chính được cho là dẫn đến sự sụt giảm này bao gồm: (1) dịch tả heo châu Phi (ASF) và (2) tác động của bão Yagi.

**Hiệu quả của vắc xin ASF còn hạn chế:** ASF là một bệnh do virus gây ra, lây lan nhanh và có tỷ lệ tử vong cao ở heo. Dịch bệnh này xuất hiện lần đầu tại Việt Nam vào tháng 2/2019 và nhanh chóng lan rộng khắp cả nước bất chấp những nỗ lực phòng ngừa. Theo chúng tôi, nguyên nhân chính của sự lây lan nhanh chóng này là do mô hình chăn nuôi nhỏ lẻ phổ biến, với điều kiện vệ sinh kém và mật độ nuôi nhốt dày đặc, tạo điều kiện thuận lợi cho dịch bệnh lây lan. Mặc dù Việt Nam đang nỗ lực nghiên cứu vắc xin ASF, nhưng hiện tại, cả vắc xin trong nước và quốc tế đều chưa cho thấy hiệu quả cao. Theo thông tin từ BAF, ngay cả khi đã tiêm phòng, heo vẫn có thể chết nếu không được nuôi trong môi trường vệ sinh đạt chuẩn. Chi phí tiêm phòng cũng là một trở ngại lớn. Cụ thể, vắc xin ASF của Avac Việt Nam có giá 61.000 - 69.000 đồng/liều, với hiệu lực bảo vệ ít nhất 5 tháng. Như vậy, mỗi con heo cần được tiêm phòng khoảng 2 lần/năm, với tổng chi phí 122.000 đồng/con, tương đương 2-3% tổng chi phí chăn nuôi (Hình 9). Do hiệu quả chưa rõ ràng và chi phí cao, vắc xin ASF khó có thể ngăn chặn hoàn toàn dịch bệnh, từ đó khiến nguồn cung heo hơi trên thị trường có thể sẽ tiếp tục bị ảnh hưởng tiêu cực trong ngắn hạn.

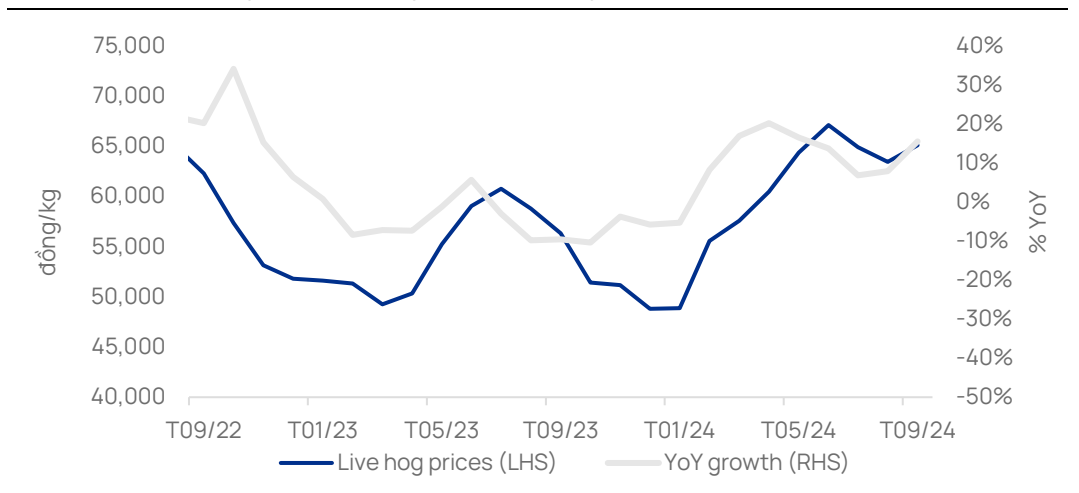
**Bão Yagi đổ bộ vào miền Bắc vào tháng 9/2024 đã gây thiệt hại nặng nề cho các trang trại chăn nuôi và làm gián đoạn hoạt động sản xuất nông nghiệp.** Cơn bão khiến nhiều heo bị chết, chuồng trại hư hỏng, đồng thời gây khó khăn cho việc vận chuyển heo và thức ăn chăn nuôi, đặc biệt tại các tỉnh Lào Cai, Yên Bái và Thái Bình. Theo báo cáo sơ bộ của Bộ Nông nghiệp & Phát triển Nông thôn, gần 27.000 con heo và bò đã bị tiêu hủy tính đến giữa tháng 9/2024, tuy nhiên, con số thực tế có thể lớn hơn nhiều. Ông Nguyễn Văn Trọng – nguyên Phó Cục trưởng Cục Chăn nuôi cho biết, có những trang trại quy mô lên tới 5.000 con heo ở Yên Bái, Lào Cai và Thái Bình đã bị xóa sổ hoàn toàn. Ông Trọng ước tính tổng thiệt hại có thể lên tới hàng trăm nghìn con, nhất là khi công tác vệ sinh chuồng trại không được đảm bảo, tạo điều kiện cho dịch bệnh nguy hiểm như ASF bùng phát sau bão. Các tỉnh chịu ảnh hưởng bởi bão Yagi chiếm khoảng 10-15% tổng đàn heo cả nước. Chúng tôi ước tính việc khắc phục thiệt hại do bão gây ra sẽ mất ít nhất 5 tháng. Do đó, nguồn cung thịt heo trên cả nước dự kiến sẽ giảm trong quý 4/2024 và quý 1/2025.

Hình 9: Chi phí chăn nuôi heo trong điều kiện bình thường và bao gồm chi phí tiêm phòng ASF

Chi phí (đồng/con)	Đối với quy mô trang trại chăn nuôi công nghiệp ≥ 1.000 con	Đối với quy mô hộ gia đình (< 20 con)	Nhận định của Vietcap
Chi phí heo con	1.800.000	1.800.000	
Chi phí thức ăn	2.600.000	1.800.000	Chi phí thức ăn chăn nuôi trong chăn nuôi hộ gia đình thường thấp hơn một chút so với chăn nuôi công nghiệp do sử dụng ít thức ăn công nghiệp hơn hoặc sử dụng loại thức ăn công nghiệp có giá thành rẻ hơn.
Chi phí nhân công	24.000	0	Một trang trại 1.000 con heo cần 2 công nhân; mỗi công nhân có mức lương hàng tháng là 3 triệu đồng cho một lứa heo 4 tháng. Chúng tôi giả định không có chi phí lao động cho các hộ tự kinh doanh.
Chi phí tiện ích	20.000	20.000	
Chi phí trang trại	29.922	41.667	Chi phí trang trại bao gồm chi phí khấu hao cộng với phí sử dụng đất. Mỗi con heo trong trang trại công nghiệp cần 0,72 m2. Vốn đầu tư ban đầu cho 1.000 con heo là 622 triệu đồng. Chi phí đầu tư vốn cho chăn nuôi hộ gia đình thấp hơn (dưới 20 triệu đồng).
Chi phí vắc xin và thú y	200.000	0	<b>(Chi phí không bao gồm vắc xin ASF).</b> Chi phí vắc xin là 180.000 đồng/con, cộng với mức lương hàng tháng là 5 triệu đồng cho một bác sĩ thú y làm việc 4 tháng cho mỗi lứa heo. Các hộ chăn nuôi cá thể thường không đầu tư vào vắc xin và bác sĩ thú y cho heo.
<b>Tổng chi phí</b>	<b>4.673.125</b>	<b>3.661.667</b>	
Chi phí rủi ro (ví dụ như heo chết)	233.656	183.083	Tương đương 5% tổng chi phí trong điều kiện bình thường ( <b>không phải do ASF</b> ).
<b>TỔNG CHI PHÍ/CON (điều kiện chăn nuôi bình thường)</b>	<b>4.906.781</b>	<b>3.844.750</b>	
<b>TỔNG CHI PHÍ/KG (điều kiện chăn nuôi bình thường)</b>	<b>49.068</b>	<b>48.059</b>	<b>Chúng tôi giả định trọng lượng heo công nghiệp trung bình là 100 kg. Mô hình chăn nuôi hộ gia đình kém hiệu quả hơn với 80 kg/con.</b>
+ Vắc xin ASF	122.000	122.000	Giả sử mỗi con heo cần tiêm 2 liều vắc xin Avac ASF Live/năm, với giá mỗi liều từ 61.000 đến 68.000 đồng, và hiệu lực bảo vệ trong 5 tháng.
<b>TỔNG CHI PHÍ/CON (bao gồm vắc xin ASF)</b>	<b>5.028.781</b>	<b>3.966.750</b>	
<b>TỔNG CHI PHÍ/KG (bao gồm vắc xin ASF)</b>	<b>50.288</b>	<b>49.584</b>	<b>Chúng tôi giả định trọng lượng heo công nghiệp trung bình là 100 kg. Mô hình chăn nuôi hộ gia đình kém hiệu quả hơn với 80 kg/con.</b>

Nguồn: Avac Vietnam, Vietcap

Hình 10: Giá heo hơi giai đoạn tháng 9/2022 - tháng 9/2024



Nguồn: Channuovietnam.com, Vietcap

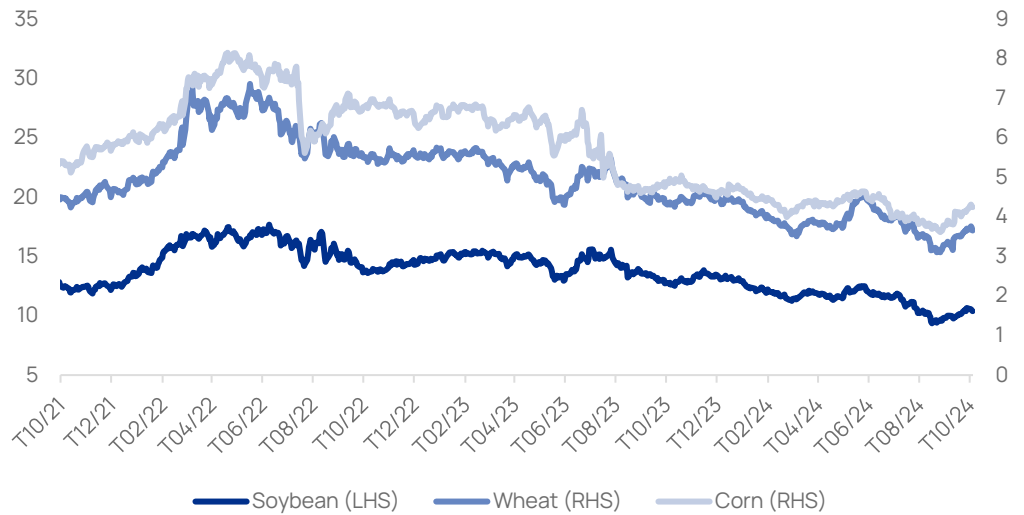
**Chúng tôi kỳ vọng giá heo hơi sẽ tiếp tục neo ở mức cao trong quý 4/2024 và quý 1/2025:** Quý 4 thường là mùa cao điểm của thị trường thịt heo do nhu cầu tăng cao trong dịp Tết Nguyên đán. Các hộ chăn nuôi thường bắt đầu thả giống từ 5 đến 6 tháng trước để kịp cung ứng cho thị trường Tết. Tuy nhiên, bão Yagi đã làm gián đoạn chu kỳ này, gây thiệt hại cho nhiều trang trại, buộc người dân phải bán sớm 100.000 - 150.000 con heo. Bên cạnh đó, nếu công tác vệ sinh không được đảm bảo có thể dẫn đến nguy cơ bùng phát dịch bệnh sau bão. Kết hợp với những yếu tố trên, cùng với hiệu quả chưa chắc chắn của vắc xin ASF, chúng tôi cho rằng giá heo hơi sẽ duy trì trên mức 65.000 đồng/kg cho đến cuối năm nay. Giá heo hơi trung bình trong tháng 9/2024 đạt 65.100 đồng/kg, tăng 3% so với tháng trước và 16% svck.

## Chi phí thức ăn chăn nuôi giảm nhờ giá nguyên liệu đầu vào thuận lợi

**Giá các loại nguyên liệu thức ăn chăn nuôi chính hiện đang giao dịch gần mức thấp nhất trong 4 năm (Hình 11):** Nhờ nguồn cung dồi dào và điều kiện thời tiết thuận lợi, giá đậu tương và ngô đầu tháng 10/2024 lần lượt ở mức 10,5 USD/giạ (giảm 18% svck) và 4,3 USD/giạ (giảm 12% svck). Giá lúa mì dao động quanh mức 7 USD/giạ, tăng 2% svck nhưng vẫn thấp hơn mức đỉnh năm 2022 (khoảng 9 USD/giạ).

**Dự báo chi phí thức ăn chăn nuôi sẽ giảm trong quý 4/2024 và quý 1/2025:** Các nhà sản xuất thức ăn chăn nuôi thường ký hợp đồng mua nguyên liệu trước từ 3 đến 6 tháng, cộng thêm thời gian vận chuyển và lưu kho khoảng 4 tháng. Do đó, có độ trễ nhất định giữa biến động giá nguyên liệu thô và giá thành phẩm thức ăn chăn nuôi. Với xu hướng giảm của giá các nguyên liệu đầu vào, chúng tôi dự báo giá thức ăn chăn nuôi sẽ giảm dần vào cuối năm nay, qua đó góp phần giảm chi phí sản xuất cho các hộ chăn nuôi heo trong quý 4/2024 và quý 1/2025.

**Hình 11: Giá các nguyên liệu chính dùng để sản xuất thức ăn chăn nuôi (USD/giạ)**



Nguồn: MacroTrends, Vietcap

## Luật Chăn nuôi mới dự kiến sẽ mang lại lợi thế cho các doanh nghiệp chăn nuôi heo quy mô lớn

**Thị phần ngành chăn nuôi heo tại Việt Nam được kỳ vọng sẽ dịch chuyển theo hướng có lợi cho các doanh nghiệp lớn sau khi Luật Chăn nuôi chính thức có hiệu lực:** Theo Luật Chăn nuôi, sẽ có hiệu lực vào ngày 1/1/2025, các cơ sở chăn nuôi nằm trong khu vực hạn chế, bao gồm thành phố, thị xã, thị trấn và khu dân cư, sẽ phải di dời. Chúng tôi ước tính rằng điều này sẽ khiến hàng chục nghìn cơ sở chăn nuôi nhỏ lẻ trên cả nước phải ngừng hoạt động. Trong khi đó, các doanh nghiệp lớn, với nguồn lực tài chính dồi dào, sẽ dễ dàng đáp ứng các quy định mới và hưởng lợi từ những thay đổi này. Chúng tôi kỳ vọng thị phần ngành chăn nuôi heo sẽ dần tập trung vào các doanh nghiệp lớn như BAF. Số liệu năm 2023 cho thấy các hộ chăn nuôi nhỏ lẻ chiếm 51% thị phần, trong khi các doanh nghiệp chăn nuôi lớn chiếm 49%.

## Triển vọng Công ty

### Tiếp tục giảm tỷ trọng mảng kinh doanh nông sản

Tỷ trọng doanh thu của mảng kinh doanh nông sản sẽ giảm xuống còn 15%: BAF đang dần giảm tập trung khỏi mảng kinh doanh nông sản truyền thống sang mảng kinh doanh 3F. Theo ban lãnh đạo, công ty có kế hoạch giảm tỷ trọng doanh thu của mảng kinh doanh nông sản từ 45% trong nửa đầu năm 2024 xuống còn 15% trong trung hạn.

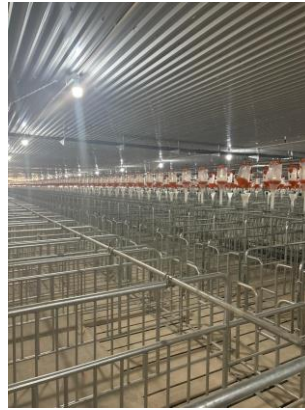
### Tiếp tục mục tiêu mở rộng công suất chăn nuôi năm 2030 đạt 10 triệu con heo/năm trải dài khắp Việt Nam

Hình 12: Cụm trang trại Hải Hà của BAF tại tỉnh Quảng Ninh

Trang trại nhìn từ trên cao



Trang bị bên trong chuồng heo nái



Trang bị bên trong chuồng heo nái đẻ



Nguồn: BAF, Vietcap

**BAF đã vượt mục tiêu công suất chăn nuôi 800.000 con heo/năm đề ra cho năm 2024.** Việc đưa vào hoạt động một số trang trại lớn như Hải Đăng, Tân Châu và Tâm Hưng trong nửa đầu năm 2024 (**Hình 6**) đã giúp công ty đạt được công suất chăn nuôi heo hàng năm ngay trong năm nay. Hiện tại, BAF đang tiếp tục mở rộng quy mô với việc bổ sung cụm trang trại Hải Hà, trang trại lớn nhất của công ty tại miền Bắc, dự kiến đi vào hoạt động trong quý 4/2024. Theo ban lãnh đạo, Hải Hà có quy mô tương đương với trang trại Hải Đăng ở Tây Ninh, với công suất thiết kế 5.000 heo nái và 60.000 heo thịt, tổng vốn đầu tư 600 tỷ đồng. Chu kỳ sinh trưởng của heo thường kéo dài từ 5 đến 6,6 tháng. Do đó, dự kiến Hải Hà sẽ đón lứa heo đầu tiên vào quý 2/2025. Khi hoạt động hết công suất, với giá bán ước tính khoảng 5 triệu đồng/con heo 80 kg, riêng trang trại này có thể mang lại doanh thu hàng năm khoảng 720 tỷ đồng, tương đương 60% doanh thu mảng 3F của BAF.

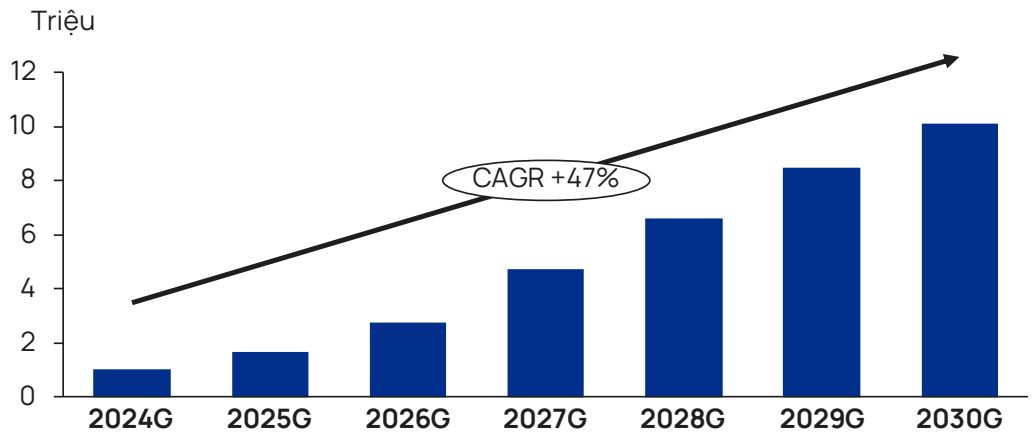
Hình 13: Các cơ sở chăn nuôi sắp được đưa vào hoạt động của BAF

Cơ sở	Ngày hoạt động dự kiến	Chi phí đầu tư (tỷ đồng)	Vị trí	Công suất thiết kế
<b>Trang trại</b>				
Hải Hà	Q4 2024	600	Quảng Ninh	5.000 heo nái; 60.000 heo thịt
Cư Jút 2	Q4 2024	210	Đắk Nông	30.000 heo thịt
Minh Phú	Đầu năm 2025	200	Đắk Nông	5.000 heo nái
Hưng Phú	Đầu năm 2025	200	Đắk Nông	5.000 heo nái
Lộc Phú	Đầu năm 2025	300	Đắk Nông	42.000 heo thịt
Ngọc Lạc	Đầu năm 2025	Chưa có thông tin	Thanh Hóa	7.500 heo nái; 90.000 heo thịt
<b>TỔNG CỘNG</b>		<b>1.510</b>		<b>22.500 heo nái; 222.000 heo thịt</b>
<b>Thức ăn chăn nuôi</b>				
Nhà máy SX Thức ăn Chăn nuôi Bình Định	2025	Chưa có thông tin	Bình Định	200.000 tấn/năm

Nguồn: BAF, Vietcap

**Mở rộng phạm vi hoạt động ra ngoài miền Nam nhằm gia tăng thị phần:** Trước đây, phần lớn trang trại của BAF đều tập trung ở miền Nam, chủ yếu tại tỉnh Tây Ninh. Tuy nhiên, công ty đang mở rộng hoạt động ra khắp ba miền Bắc - Trung - Nam, với các cơ sở mới tại khu vực Tây Nguyên và miền Bắc (**Hình 13**). Theo chúng tôi, chiến lược này sẽ giúp BAF tăng thị phần bằng cách tiếp cận những thị trường mới, đồng thời giảm thiểu rủi ro vùng miền nhờ vào hệ thống trang trại trải rộng trên cả nước.

**Hình 14: Mục tiêu công suất chăn nuôi heo của BAF trong giai đoạn 2024-2030 (con/năm)**



Nguồn: BAF, Vietcap

**BAF đặt mục tiêu đạt công suất chăn nuôi 10 triệu con heo/năm vào năm 2030:** Mục tiêu đầy tham vọng này tương ứng tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) lên đến 47% trong giai đoạn 2024-2030 (**Hình 14**). Để đạt được mục tiêu này, chúng tôi ước tính BAF cần xây dựng trung bình 11 trang trại quy mô lớn mỗi năm, với quy mô tương đương các cụm trang trại hiện hữu như Hải Hà hoặc Hải Đăng. Tuy nhiên, BAF tự tin vào khả năng đạt được mục tiêu đề ra, đặc biệt là nhờ vào mối quan hệ hợp tác mới với Tập đoàn Muyuan - một trong những công ty chăn nuôi heo hàng đầu Trung Quốc.

Vào giữa tháng 9/2024, BAF đã ký kết thỏa thuận hợp tác chiến lược với Tập đoàn Muyuan. Theo đó, BAF có kế hoạch áp dụng thiết kế chuồng trại heo nhiều tầng tiên tiến của Muyuan trong các trang trại của công ty. Thiết kế nhiều tầng cho phép tăng đáng kể công suất chăn nuôi mà không cần mở rộng diện tích đất. Cụ thể, so với cụm trang trại lớn nhất hiện nay là Hải Đăng, tòa nhà chuồng trại 6 tầng của Muyuan có thể chứa được số lượng heo nái/heo thịt gấp 17-22 lần, cùng với một nhà máy thức ăn chăn nuôi và một nhà máy chế biến thịt, trong khi chỉ sử dụng một nửa diện tích đất. Ban lãnh đạo ước tính tổng chi phí xây dựng tòa nhà này vào khoảng 3 tỷ Nhân dân tệ, tương đương 10 nghìn tỷ đồng. Giải pháp này mang lại hiệu quả sử dụng đất cao hơn, đặc biệt phù hợp trong bối cảnh quỹ đất dành cho chăn nuôi heo đang ngày càng khan hiếm và đắt đỏ, đặc biệt là sau khi Luật Chăn nuôi mới có hiệu lực vào năm 2025. Theo ban lãnh đạo BAF, mô hình này có thể giúp giảm 50-70% chi phí đất đai.

Hình 15: Trang trại chăn nuôi heo nhiều tầng của Muyuan tại Trung Quốc



Nguồn: Muyuan Group, Vietcap

### Áp dụng công nghệ tiên tiến để cải thiện biên lợi nhuận

**Hợp tác với Tập đoàn Muyuan để tối ưu hóa hoạt động:** Ngoài giải pháp trang trại heo nhiều tầng, Muyuan cũng đồng ý chuyển giao các công nghệ cốt lõi khác cho BAF, bao gồm **(1)** hệ thống cho ăn tự động, giúp cung cấp thức ăn chính xác và phù hợp với từng giai đoạn phát triển của heo, **(2)** hệ thống quản lý tiên tiến, hỗ trợ quản lý trang trại hiệu quả hơn, **(3)** giải pháp xử lý chất thải thân thiện với môi trường và **(4)** công nghệ lên men, giúp tăng cường giá trị dinh dưỡng của nguyên liệu thức ăn chăn nuôi. Theo ban lãnh đạo BAF, những công nghệ này sẽ giúp công ty giảm thiểu rủi ro dịch bệnh, nâng cao hiệu quả hoạt động và giảm chi phí sản xuất. Kinh nghiệm của Muyuan cho thấy các công nghệ này có thể giúp giảm 5-8% chi phí sản xuất so với mức trung bình của ngành. BAF dự kiến sẽ triển khai thí điểm những công nghệ này tại cụm trang trại Hải Hà, sau đó sẽ nhân rộng ra các địa điểm khác.

**Mối quan hệ đối tác chiến lược, dài hạn với Tập đoàn Muyuan:** Ban lãnh đạo BAF cho biết, ban đầu, công ty sẽ trả phí cho Muyuan để chuyển giao công nghệ, thỏa thuận cấp phép và tư vấn. Mặc dù chi phí cụ thể chưa được công bố, nhưng ban lãnh đạo BAF cho biết con số này không đáng kể, bởi Muyuan đang ưu tiên thiết lập mối quan hệ hợp tác lâu dài và bền vững với BAF nhằm mở rộng sự hiện diện tại thị trường Việt Nam.

### Môi trường lãi suất thấp sẽ giúp giảm bớt áp lực lãi vay

Như đã phân tích trong mục Ngành Ngân hàng thuộc [Báo cáo Chiến lược Đầu tư năm 2024](#) (công bố ngày 5/1/2024) và [Báo cáo Chiến lược Đầu tư 6 tháng cuối năm 2024](#) (công bố ngày 5/7/2024), chúng tôi dự báo Ngân hàng Nhà nước sẽ duy trì chính sách lãi suất thấp trong phần lớn thời gian còn lại của năm 2024. Dự kiến sẽ có một đợt tăng lãi suất điều hành vào cuối năm 2024 và một đợt tăng lãi suất điều hành khác vào năm 2025 khi nền kinh tế phục hồi. Do đó, chúng tôi dự báo môi trường lãi suất thấp và tương đối ổn định sẽ giúp giảm bớt gánh nặng lãi vay, từ đó hỗ trợ kết quả kinh doanh của BAF trong quý 4/2024 và năm 2025.

### Thực hiện phát hành riêng lẻ trong quý 4/2024 – quý 4/2025

**BAF dự kiến tăng vốn điều lệ từ 2,4 nghìn tỷ đồng lên 3 nghìn tỷ đồng thông qua việc phát hành thêm 27% số lượng cổ phiếu lưu hành.** Theo phương án đã công bố ngày 8/8/2024, công ty sẽ phát hành riêng lẻ 65 triệu cổ phiếu cho các nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp với giá 15.500 đồng/cổ phiếu. Theo Luật Chứng khoán năm 2019, nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp được định nghĩa là nhà đầu tư có năng lực tài chính hoặc chuyên môn cao về chứng khoán. Đây có thể là các tổ chức tài chính (như ngân hàng, công ty bảo hiểm, công ty chứng khoán...), công ty có vốn điều lệ trên 100 tỷ đồng, hoặc công ty niêm yết; hoặc cá nhân có chứng chỉ hành nghề chứng khoán, cá nhân sở hữu danh mục chứng khoán niêm yết trị giá từ 2 tỷ đồng trở lên, hoặc người có thu nhập chịu thuế từ 1 tỷ đồng trở lên trong năm trước. Cổ phiếu phát hành riêng lẻ sẽ bị hạn chế chuyển nhượng trong vòng một năm. Thời gian phát hành dự kiến từ quý 4/2024 đến

quý 4/2025. BAF kỳ vọng sẽ huy động được 1 nghìn tỷ đồng từ đợt phát hành này để mua nguyên liệu thức ăn chăn nuôi (558 tỷ đồng) và mua heo nái giống cho các trang trại mới (450 tỷ đồng).

## Kế hoạch kinh doanh của công ty

**Ban lãnh đạo đặt mục tiêu LNST năm 2024 sẽ tăng gần gấp 10 lần:** Mặc dù công ty đặt mục tiêu doanh thu thuần năm 2024 là 5,5 nghìn tỷ đồng (+47% svck), nhưng mục tiêu LNST năm 2024 là 306 tỷ đồng – tương đương với mức tăng trưởng 909% svck. Theo quan điểm của chúng tôi, dự báo này tương đối lạc quan. Mặc dù BAF đã hoàn thành 51% mục tiêu LNST năm 2024, tuy nhiên, khoản lợi nhuận 99 tỷ đồng – tương đương 64% LNST nửa đầu năm 2024 – đến từ thu nhập một lần. Ngoài ra, trong giai đoạn 2022-2023, công ty chỉ hoàn thành 10-72% mục tiêu LNST.

Hình 16: Kế hoạch kinh doanh năm 2024 của BAF

	Đơn vị	Kế hoạch năm 2024
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	5.544
% tăng trưởng svck	%	47%
LNST	Tỷ đồng	306
% tăng trưởng svck	%	909%

Nguồn: BAF, Vietcap

## Định giá

Chúng tôi đã chọn lọc các công ty nông nghiệp niêm yết tại Việt Nam có hoạt động tương đồng với BAF để tham chiếu, trong đó DBC là lựa chọn phù hợp nhất do sản phẩm chính của công ty này là heo hơi, không phải thịt chế biến.

**BAF hiện đang giao dịch ở mức P/E trượt 12T là 33,3 lần, thấp hơn 22% so với trung vị P/E của các công ty cùng ngành.** Sau giai đoạn đầu tư và phát triển ban đầu, mô hình 3F của BAF hiện đang mang lại kết quả tích cực. Chúng tôi tin rằng định giá của BAF sẽ được hưởng lợi từ triển vọng ngành thuận lợi và tiềm năng gia tăng thị phần thông qua việc mở rộng hoạt động trong tương lai.

Hình 17: So sánh các công ty cùng ngành

Công ty	GTVH (triệu USD)	DT thuần trượt 12T (triệu USD)	Y-o-Y (%)	LNST-CĐTS trượt 12T (triệu USD)	Y-o-Y (%)	Nợ vay ròng/VCSH (%)	ROE (%)	ROA (%)	P/E trượt 12T (x)	P/B quý gần nhất (x)
HAG CTCP HAGL	465,3	262,0	102,9	72,2	187,6	80,7	26,0	8,5	6,4	1,5
DBC DABACO	413,7	470,4	101,0	9,5	N.M	115,1	5,0	1,9	43,6	2,1
MML Masan MEATLife	327,3	287,6	112,2	-8,5	N.M	113,6	-4,3	-1,7	N.M	1,9
VLC TCT Chăn Nuôi VN	150,8	122,9	98,9	3,6	69,9	-59,7	1,5	1,4	42,6	1,0
<b>Trung bình</b>	<b>339,3</b>	<b>285,7</b>	<b>103,7</b>	<b>19,2</b>	<b>128,8</b>	<b>62,4</b>	<b>7,1</b>	<b>2,5</b>	<b>30,9</b>	<b>1,6</b>
<b>Trung vị</b>	<b>370,5</b>	<b>274,8</b>	<b>101,9</b>	<b>6,5</b>	<b>128,8</b>	<b>97,1</b>	<b>3,3</b>	<b>1,6</b>	<b>42,6</b>	<b>1,7</b>
<b>BAF CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam</b>	<b>216,1</b>	<b>218,3</b>	<b>81,2</b>	<b>6,5</b>	<b>657,9</b>	<b>47,3</b>	<b>8,2</b>	<b>2,4</b>	<b>33,3</b>	<b>2,6</b>

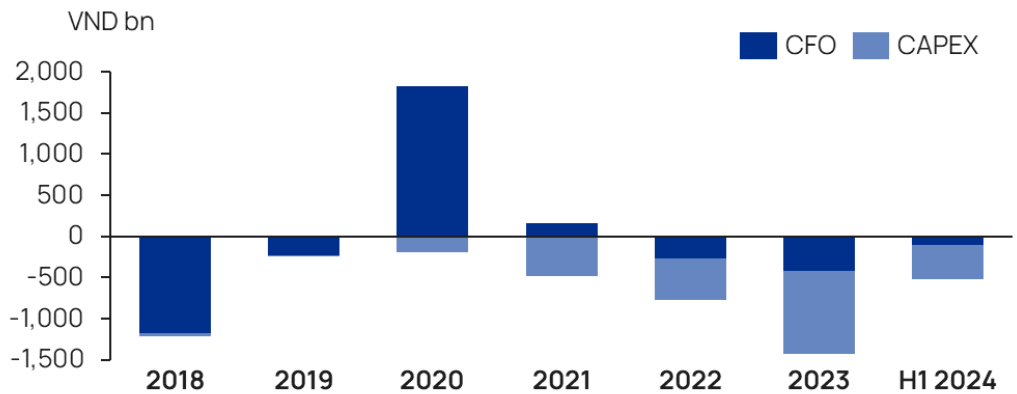
Nguồn: FiinPro, Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 14/10/2024)

## Rủi ro Đầu tư

**Giá heo hơi thấp hơn dự kiến:** Mặc dù chúng tôi dự báo giá heo hơi sẽ duy trì ở mức cao trong ngắn hạn do thiếu hụt nguồn cung, nhưng nếu nhu cầu thị trường yếu hơn dự kiến (do suy thoái kinh tế, thay đổi sở thích ăn uống, cùng các yếu tố khác), giá heo hơi có khả năng sẽ giảm. Trong trường hợp nhu cầu giảm, biên lợi nhuận của BAF sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực.

**Áp lực đòn bẩy tài chính gia tăng do kế hoạch tích cực mở rộng trang trại:** BAF có kế hoạch mở rộng quy mô chăn nuôi heo đực tham vọng đến năm 2030. Tuy nhiên, kế hoạch này đòi hỏi công ty phải đầu tư đáng kể vào trang trại mới, thiết bị, đàn giống và cơ sở hạ tầng. Điều này đồng nghĩa với việc BAF sẽ phải chi trả trước một khoản tiền lớn và có thể phát sinh nợ, gia tăng áp lực lên đòn bẩy tài chính trong ngắn hạn. Trong giai đoạn 2020 - nửa đầu năm 2024, giai đoạn đầu của mảng kinh doanh 3F, dòng tiền tự do của BAF liên tục âm do công ty chi mạnh cho việc mở rộng trang trại (**Hình 18**). Tuy nhiên, ban lãnh đạo dự kiến dòng tiền sẽ ghi nhận dương trở lại vào khoảng năm 2027-2028, khi các trang trại của công ty đi vào hoạt động hết công suất.

**Hình 18: Dòng tiền tự do của BAF trong giai đoạn 2019-6T 2024**



Nguồn: BAF, Vietcap

**Mối quan hệ mật thiết với Tập đoàn Tân Long:** Mối quan hệ giữa BAF và Tập đoàn Tân Long mang lại một số lợi thế, chẳng hạn như tiếp cận nguồn nguyên liệu giá rẻ và mạng lưới phân phối sẵn có, nhưng đồng thời cũng tiềm ẩn rủi ro. Việc BAF phụ thuộc nhiều vào Tập đoàn Tân Long về nguyên liệu và phân phối khiến công ty dễ bị ảnh hưởng bởi những biến động nội bộ của tập đoàn này (ví dụ: khó khăn tài chính, gián đoạn chuỗi cung ứng, thay đổi chiến lược). Ngoài ra, BAF có thể gặp khó khăn nếu giá nguyên liệu tăng mạnh trong khi Tập đoàn Tân Long vẫn giữ nguyên giá bán nội bộ. Ngoài ra, sự ảnh hưởng đáng kể của Tập đoàn Tân Long trong cơ cấu quản lý và cổ đông của BAF có thể dẫn đến những quyết định ưu tiên lợi ích của tập đoàn này hơn BAF.

**Điều kiện thời tiết bất lợi và dịch bệnh:** Hoạt động nông nghiệp, bao gồm cả chăn nuôi heo của BAF, luôn chịu tác động của các yếu tố khách quan như thiên tai, dịch bệnh (ví dụ: dịch tả heo châu Phi). Những yếu tố này có thể gây thiệt hại về cơ sở vật chất, tổn thất về đàn heo, hoặc làm gián đoạn hoạt động sản xuất. Tuy nhiên, BAF đang chủ động triển khai các biện pháp giảm thiểu rủi ro. Công ty không ngừng cải thiện cơ sở hạ tầng trang trại để hạn chế thiệt hại do bão lũ, đồng thời áp dụng các quy trình an toàn sinh học nghiêm ngặt, vượt tiêu chuẩn ngành, nhằm phòng ngừa dịch bệnh. Các biện pháp này bao gồm: bố trí trang trại theo mô hình ba khu vực, quy trình khử trùng và kiểm dịch bắt buộc, hệ thống cho ăn tự động hạn chế tiếp xúc giữa người và vật nuôi.

**Kế hoạch phát hành cổ phiếu có thể làm pha loãng EPS:** Với 239 triệu cổ phiếu đang lưu hành và giả định không trích lập quỹ thưởng, phúc lợi từ LNST, mục tiêu LNST năm 2024 đạt 306 tỷ đồng của ban lãnh đạo tương đương với EPS năm 2024 là 1.280 đồng và P/E là 17,3 lần. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng khoản đầu tư được tài trợ một phần từ đợt phát hành riêng lẻ sắp tới là cần thiết để BAF đạt được mục tiêu doanh thu và LNST sau lợi ích CĐTS. Do đó, nhà đầu tư cần lưu ý đến khả năng pha loãng EPS do phát hành thêm cổ phiếu. Nếu đợt phát hành riêng lẻ được thực hiện thành



công với tỷ lệ đăng ký 100%, EPS dự phóng năm 2024 sau pha loãng sẽ là 1.006 đồng, giá cổ phiếu sau pha loãng là 20.768 đồng và P/E năm 2024 là 20,6 lần (giá định cả hai đợt phát hành cổ phiếu được hoàn tất vào đầu năm 2024 để tránh điều chỉnh trọng số thời gian đối với số lượng cổ phiếu đang lưu hành).

## Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023
<b>Doanh thu</b>	<b>12.846</b>	<b>10.434</b>	<b>7.083</b>	<b>5.199</b>
Giá vốn hàng bán	-12.650	-9.947	-6.558	-4.856
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>195</b>	<b>488</b>	<b>525</b>	<b>343</b>
Chi phí bán hàng	-2	-16	-72	-93
Chi phí quản lí DN	-15	-54	-88	-100
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>179</b>	<b>418</b>	<b>366</b>	<b>151</b>
Thu nhập tài chính	4	5	8	38
Chi phí tài chính	-119	-32	-31	-155
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	-115	-8	-36	-141
Lợi nhuận từ công ty LDLC	0	-1	1	0
Lỗ/lãi thuần khác	-6	0	-5	-9
<b>LNTT</b>	<b>58</b>	<b>390</b>	<b>339</b>	<b>25</b>
Thuế TNDN	-12	-69	-51	6
<b>LNST trước CĐTS</b>	<b>46</b>	<b>322</b>	<b>288</b>	<b>30</b>
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	1	3
<b>LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo</b>	<b>46</b>	<b>322</b>	<b>287</b>	<b>27</b>
<b>LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh<sup>(1)</sup></b>	<b>46</b>	<b>322</b>	<b>287</b>	<b>27</b>
(1) Điều chỉnh cho quỹ khen thưởng và phúc lợi				
EBITDA	190	450	420	247
EPS báo cáo, VND (2)	127	895	797	75
DPS báo cáo, VND	0	0	0	0
DPS/EPS (%)	0%	0%	0%	0%

TỶ LỆ	2020	2021	2022	2023
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu	-25,7%	-18,8%	-32,1%	-26,6%
Tăng trưởng LN HĐKD	-4,4%	133,7%	-12,5%	-58,8%
Tăng trưởng LNTT	257,7%	573,9%	-13,2%	-92,8%
Tăng trưởng EPS	253,6%	602,0%	-10,9%	-90,6%
<b>Khả năng sinh lời</b>				
Biên LN gộp %	1,5%	4,7%	7,4%	6,6%
Biên LN từ HĐ %	1,4%	4,0%	5,2%	2,9%
Biên EBITDA	1,5%	4,3%	5,9%	4,7%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	0,4%	3,1%	4,0%	0,5%
ROE %	13,4%	32,0%	18,0%	1,5%
ROA %	0,8%	6,0%	5,6%	0,5%
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>				
Số ngày tồn kho	26,9	36,3	50,7	86,9
Số ngày phải thu	123,2	114,0	114,3	91,5
Số ngày phải trả	122,7	145,2	146,2	143,5
TG luân chuyển tiền	27,5	5,1	18,8	34,9
<b>Thanh khoản</b>				
CS thanh toán hiện hành	1,0x	1,1x	1,2x	1,0x
CS thanh toán nhanh	0,8x	0,8x	0,8x	0,5x
CS thanh toán tiền mặt	0,0x	0,1x	0,1x	0,0x
Nợ/Tài sản	1,4%	3,0%	20,2%	28,5%
Nợ/Vốn sử dụng	11,6%	10,1%	35,5%	49,4%
Nợ/Vốn CSH	-1,9%	-9,3%	40,5%	75,4%
Khả năng thanh toán lãi vay x	1,6x	50,6x	10,1x	1,1x
(số liệu có thể không được làm tròn)				

BẢNG CӨKT (tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023
Tiền và tương đương	68	241	151	95
Đầu tư TC ngắn hạn	17	57	100	327
Các khoản phải thu	3.583	2.933	1.502	1.105
Hàng tồn kho	989	1.088	882	1.593
TS ngắn hạn khác	8	12	27	28
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>4.665</b>	<b>4.330</b>	<b>2.663</b>	<b>3.148</b>
TS dài hạn (gộp)	256	630	1.261	1.879
- Khấu hao lũy kế	-43	-89	-165	-262
TS dài hạn (ròng)	214	541	1.096	1.617
Đầu tư TC dài hạn	35	44	30	0
TS dài hạn khác	332	542	941	1.768
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>580</b>	<b>1.127</b>	<b>2.066</b>	<b>3.386</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>5.246</b>	<b>5.457</b>	<b>4.729</b>	<b>6.534</b>
Phải trả ngắn hạn	4.529	3.774	1.901	2.188
Nợ ngắn hạn	10	15	264	704
Nợ ngắn hạn khác	76	62	126	120
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>4.616</b>	<b>3.851</b>	<b>2.292</b>	<b>3.011</b>
Nợ dài hạn	64	149	693	1.156
Nợ dài hạn khác	0	3	2	458
<b>Tổng nợ</b>	<b>4.680</b>	<b>4.002</b>	<b>2.986</b>	<b>4.625</b>
CP ưu đãi	0	0	0	0
Vốn CP	500	780	1.435	1.435
Thặng dư vốn CP	0	280	0	0
Lợi nhuận giữ lại	66	387	299	325
Vốn khác	0	0	0	138
Lợi ích CĐTS	0	8	9	11
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>566</b>	<b>1.455</b>	<b>1.743</b>	<b>1.908</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>5.246</b>	<b>5.457</b>	<b>4.729</b>	<b>6.534</b>
Số CP lưu hành cuối năm, tr	50,0	78,0	143,5	143,5
Số CP lưu hành cuối năm, tr (3)	139,9	167,9	167,9	167,9
(3) Điều chỉnh cho đợt chia cổ tức cổ phiếu & cổ phiếu thưởng năm 2022, 2024				

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>29</b>	<b>68</b>	<b>241</b>	<b>151</b>
Lợi nhuận sau thuế	46	322	288	30
Khấu hao	17	32	59	105
Thay đổi vốn lưu động	1.641	-199	-649	-467
Điều chỉnh khác	119	2	33	-87
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>1.823</b>	<b>157</b>	<b>-269</b>	<b>-420</b>
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-192	-482	-504	-1.012
Đầu tư, ròng	-84	-151	-74	-144
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-276</b>	<b>-633</b>	<b>-579</b>	<b>-1.155</b>
Cổ tức đã trả	0	0	0	0
Tăng (giảm) vốn cổ phần	400	560	0	138
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-1.834	4	250	439
Tăng (giảm) nợ dài hạn	4	84	544	463
Tiền từ các hoạt động khác	-79	0	-36	479
<b>Tiền từ hoạt động tài chính</b>	<b>-1.508</b>	<b>648</b>	<b>758</b>	<b>1.519</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>39</b>	<b>173</b>	<b>-90</b>	<b>-56</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>68</b>	<b>241</b>	<b>151</b>	<b>95</b>

Nguồn: BAF, Vietcap. (2) Điều chỉnh cho đợt chia cổ tức bằng cổ phiếu và cổ phiếu thưởng, phát hành riêng lẻ, chào bán ra công chúng, ESOP & phát hành quyền giai đoạn 2020-2024.

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Tổng Hoàng Trâm Anh, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi đối với các công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
<b>BÁN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

#### Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,  
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 24 6262 6999

#### Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex,  
Tầng 1&3, Số 10 Nguyễn Huệ,  
Quận 1, TP. HCM  
+84 28 3914 3588 (417)

#### Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji,  
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,  
Quận 1, TP. HCM  
+84 28 3914 3588 (400)

#### Phòng giao dịch Đống Đa

9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,  
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN  
+84 24 6262 6999

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

**Research Team:** +84 28 3914 3588  
research@vietcap.com.vn

**Alastair Macdonald**  
Giám đốc điều hành, ext 105  
alastair.macdonald@vietcap.com.vn

#### Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm Nguyễn Anh Duy

**Trưởng phòng cao cấp, ext 123**  
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138  
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516  
- Trịnh Thị Thu Hoài, Chuyên viên, ext 116

**Vĩ mô**  
**Hoàng Thúy Lương**  
**Trưởng phòng cao cấp, ext 368**  
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368

#### Hàng tiêu dùng

**Hoàng Nam**  
**Phó Giám đốc, ext 124**  
- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185  
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538  
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532

**Dầu khí, Điện và Nước**  
**Đinh Thị Thùy Dương**  
**Phó Giám đốc, ext 140**  
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135  
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181

#### Bất động sản

**Lưu Bích Hồng,**  
**Trưởng phòng cao cấp, ext 120**  
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149  
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, ext 174

**Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng**  
**Nguyễn Thảo Vy**  
**Trưởng phòng cao cấp, ext 147**  
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191  
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

#### Khách hàng cá nhân

**Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363**  
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129  
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366  
- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365  
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

### Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

**Tuan Nhan**  
Giám đốc điều hành  
Khối môi giới và Giao dịch Chứng  
khoán - Khách hàng tổ chức  
+84 28 3914 3588, ext 107  
tuan.nhan@vietcap.com.vn

**Châu Thiên Trúc Quỳnh**  
Giám đốc điều hành  
Khối Môi giới trong nước  
+84 28 3914 3588, ext 222  
quynh.chau@vietcap.com.vn

**Nguyễn Quốc Dũng,**  
Giám đốc  
Giao dịch Chứng khoán -  
Khách hàng tổ chức  
+84 28 3914 3588, ext 136  
dung.nguyen@vietcap.com.vn

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.