

**KHUYẾN NGHỊ**

**MUA**

Giá đóng cửa 29/02/2024	26,850 đ
Vùng giá khuyến nghị	24,000 đ – 26,000 đ
Giá mục tiêu 12 tháng	<b>29,000 đ</b>
Lợi nhuận kỳ vọng	<b>12% – 20%</b>

**CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH VÀ ĐỊNH GIÁ**

ROE (%)	ROA(%)
<b>1,28</b>	<b>0.41</b>
EPS (VND/cổ phiếu)	BVPS (VND/cổ phiếu)
<b>139</b>	<b>13,285</b>
P/E (lần)	P/B (lần)
<b>178</b>	<b>1.87</b>

**Chuyên viên phân tích**

Dương Thiện Chí

chidt@vpbanks.com.vn

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

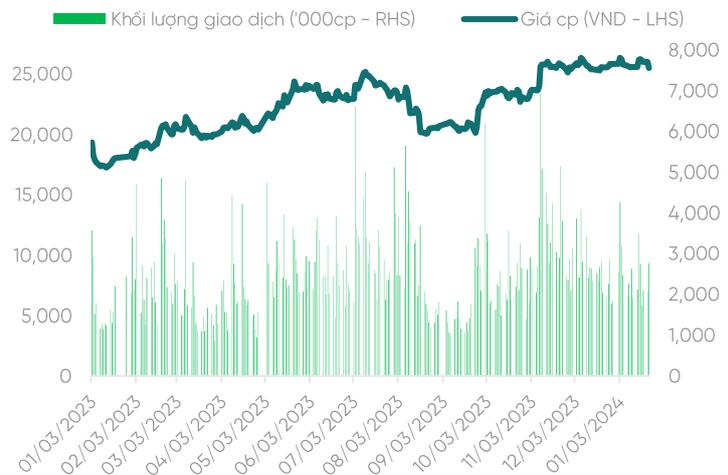
**Ngành chăn nuôi được Chính Phủ chú tâm thúc đẩy và khả năng cầu vượt cung.** Thủ tướng Chính phủ ban hành Quyết định số 150/QĐ-TTg phê duyệt Chiến lược phát triển Nông nghiệp và Nông thôn bền vững giai đoạn 2021 – 2030, tầm nhìn đến năm 2050. Hộ kinh doanh nhỏ lẻ chiếm tỷ trọng lớn trong ngành chăn nuôi tại Việt Nam nhưng gặp thách thức từ dịch ASF do thiếu áp dụng công nghệ hiện đại. Dự báo nhu cầu thực phẩm tiêu thụ trong nước và xuất khẩu gia sẽ gia tăng khi nền kinh tế có dấu hiệu phục hồi và phát triển trở lại, đặc biệt là nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm thịt sạch, có nguồn gốc xuất xứ rõ ràng. **Do vậy kỳ vọng giá heo sẽ phục hồi và cải thiện trong năm 2024 và trung hạn.**

**Cơ hội cho doanh nghiệp chăn nuôi tập trung đầu tư vào công nghệ cao và tiên tiến như BAF trong trung và dài hạn.** Trang trại chăn nuôi hiện đại tại Việt Nam tiên tiến đảm bảo an toàn sinh học và sức khỏe cho vật nuôi. Trang trại sử dụng hệ thống ăn tự động, làm mát, và tuần hoàn nước tiên tiến để tối ưu hóa hiệu suất nuôi trồng. Nhà máy sản xuất thức ăn chăn nuôi có chứng nhận quốc tế. Sản phẩm cám 100% thực vật, không chất tạo nạc và chất tăng trọng, kết hợp với thảo mộc, đảm bảo an toàn và chất lượng cao, giúp duy trì sức khỏe và giảm rủi ro về dịch bệnh. **Chúng tôi cho rằng BAF sẽ triển vọng rất khả quan trong dài hạn** nhờ vào việc đầu tư vào công nghệ và qui trình chăn nuôi tiên tiến hiện đại. **Áp dụng đồng thời phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh chúng tôi đưa ra mức định giá mục tiêu cho cổ phiếu BAF là 29,000 đồng/ cổ phiếu.**

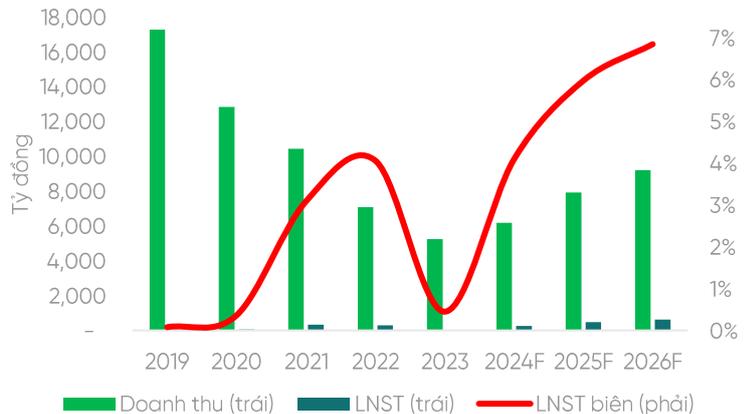
**THÔNG TIN GIAO DỊCH**

Mã giao dịch	HOSE: BAF
KLGD TB 52 tuần	2,536,974
Số lượng CP lưu hành	143,520,000
Biên độ 52 tuần	19,700 đ – 26,400 đ
Vốn hóa doanh nghiệp	3,602 tỷ VNĐ
Beta	0.75

**BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU**



**DOANH THU & LỢI NHUẬN DỰ PHÓNG (tỷ đồng)**



Nguồn: BCTC BAF, VPBankS Research dự phóng

CHỈ TIÊU	2023A	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	5,250	6,188	7,929	9,215
LN gộp	340	757	1,295	1,705
LNST	23	253	480	659
EPS	139	1739	3317	4565
P/E	181.24	16.70	8.76	6.36
P/B	1.90	1.93	1.58	1.26

Báo cáo này được thực hiện bởi VPBankS Research, và được sử dụng như một nguồn tham khảo. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư tìm đọc các phương pháp xếp hạng, cam kết của chuyên viên phân tích, tuyên bố miễn trừ trách nhiệm, và các công bố quan trọng khác bởi VPBankS, được trình bày trong phụ lục tại cuối báo cáo.

## CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

### BIẾN ĐỘNG GIÁ HEO HƠI THỊ TRƯỜNG



### Biến động giá heo kém khả quan trong nửa cuối 2023

Giá heo hơi trong năm trung bình trong năm 2023 có giảm mạnh so với năm 2022. Giá heo hơi trung bình cả năm 2023 ở mức 53.800 đồng/kg, thấp hơn 3.200 đồng/kg so với trung bình cả năm 2022.

Nguyên nhân chính dẫn đến tình trạng này là do:

- Nguồn cung thịt heo nội địa đã gia tăng do doanh nghiệp và trang trại tiếp tục duy trì mức sản xuất heo nuôi ổn định, đặc biệt là khi đạt đến lứa xuất chuồng. Trong khi đó, lượng thịt heo nhập khẩu đã liên tục tăng trong nửa cuối năm 2023.
- Tuy kể do ảnh hưởng của dịch bệnh và sự thoái kinh tế, khiến người tiêu dùng giảm chi tiêu cho thực phẩm, đặc biệt là thịt heo.

### Kỳ vọng mảng chăn nuôi trong 2024 khi giai đoạn khó khăn trong 2023 đã qua

Riêng năm 2023, tổng heo thịt bán ra của BAF xấp xỉ 300 ngàn con, với 28 trang trại đã và đang xây dựng. Sản lượng tiêu thụ trong năm 2023 ghi nhận giảm nhẹ so với năm 2022 do doanh nghiệp chủ động cắt giảm do diễn biến giá bán không thuận lợi. Doanh thu từ đó suy giảm theo so với cùng kỳ chỉ đạt hơn 1,2 nghìn tỷ đồng (-8% svck). Giá bán suy giảm kéo theo biên lợi nhuận gộp cho mảng chăn nuôi không đạt kỳ vọng và giảm từ 27,4% trong năm 2022 chỉ còn gần 20% cho cả năm 2023.

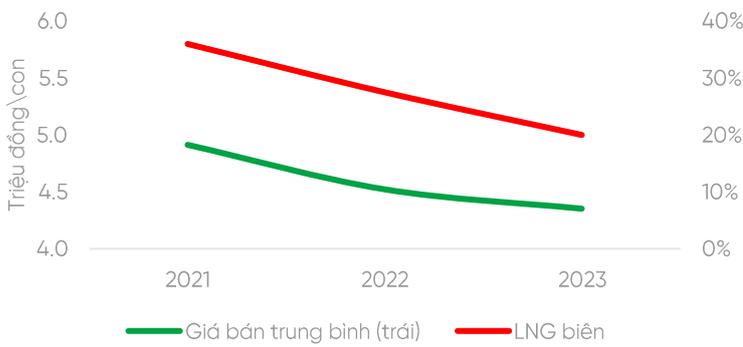
### Kết quả kinh doanh suy giảm trong năm 2023. Lợi nhuận sau thuế giảm mạnh chủ yếu đến từ mảng chăn nuôi.

Tổng doanh thu thuần cho cả năm 2023 đạt chỉ hơn 5,2 nghìn tỷ đồng (-26% svck) đa phần đến từ sự suy giảm doanh thu của hoạt động buôn bán nông sản. Theo chia sẻ, chiến lược sắp tới của doanh nghiệp sẽ thu hẹp dần hoạt động này và tập trung nguồn lực vào hoạt động chăn nuôi với biên lợi nhuận gộp cao hơn..

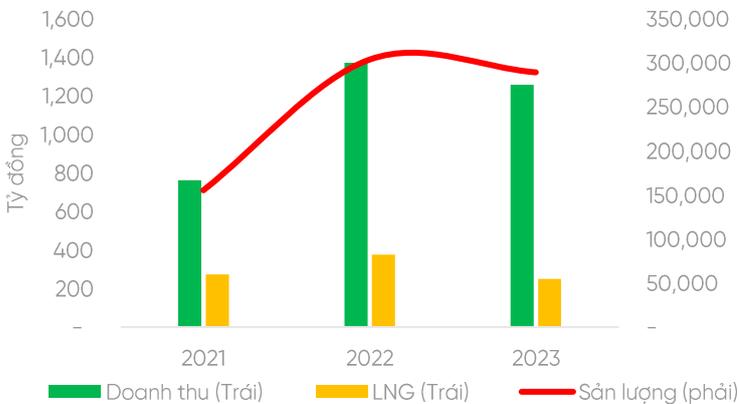
Lợi nhuận gộp ghi nhận chỉ 340 tỷ đồng (-35% svck) chủ yếu đến từ sự suy giảm từ lợi nhuận gộp của hoạt động chăn nuôi do khó khăn chung của ngành trong giai đoạn nửa cuối 2023. Lợi nhuận gộp biên đồng thời ghi nhận suy giảm đạt 6.5% (năm 2022: 7,4% đỉnh trong 5 năm gần nhất). Ta có thể nhận ra rằng, biên lợi nhuận gộp của BAF đã thực sự cải thiện khi mảng hoạt động kinh doanh tăng mạnh trong năm 2022 góp phần tăng mạnh biên lợi nhuận gộp cho cả doanh nghiệp.

Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp ghi nhận tăng nhẹ là điều khá dễ hiểu khi doanh nghiệp phải gia tăng nguồn lực để góp phần phát triển và quản lý hoạt động chăn nuôi. Do vậy, trong dài hạn 2 mảng chi phí này sẽ tăng cao nhưng bù lại biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện đáng kể góp phần cải thiện biên lợi nhuận ròng của doanh nghiệp trong tương lai.

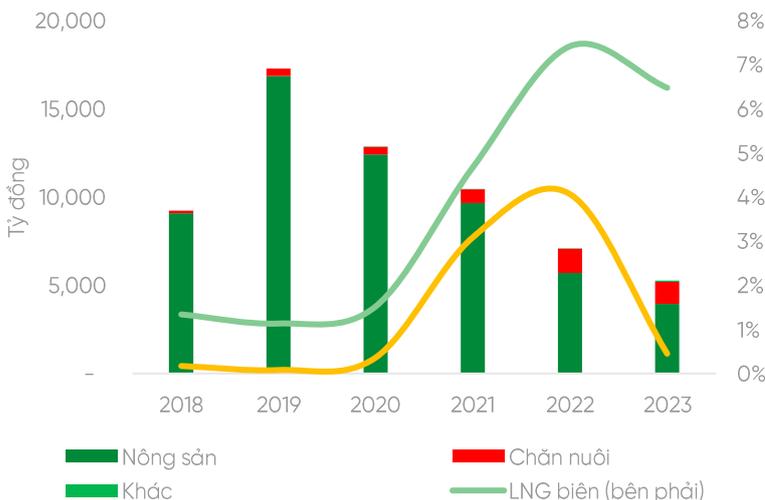
### LỢI NHUẬN BIÊN MẢNG CHĂN NUÔI



### KẾT QUẢ KINH DOANH MẢNG CHĂN NUÔI



### KẾT QUẢ KINH DOANH TẠI BAF



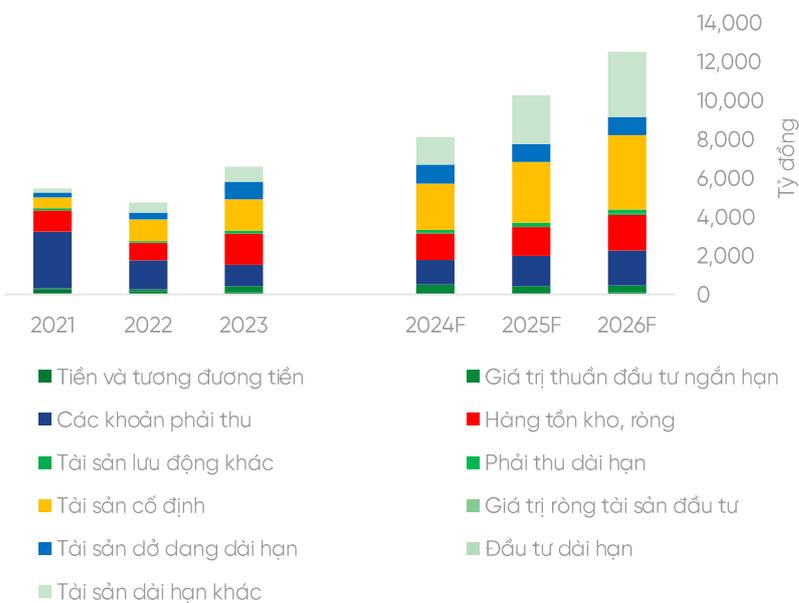
Nguồn: BCTC BAF, VPBankS Research dự phóng

## HIỆN TRẠNG DOANH NGHIỆP

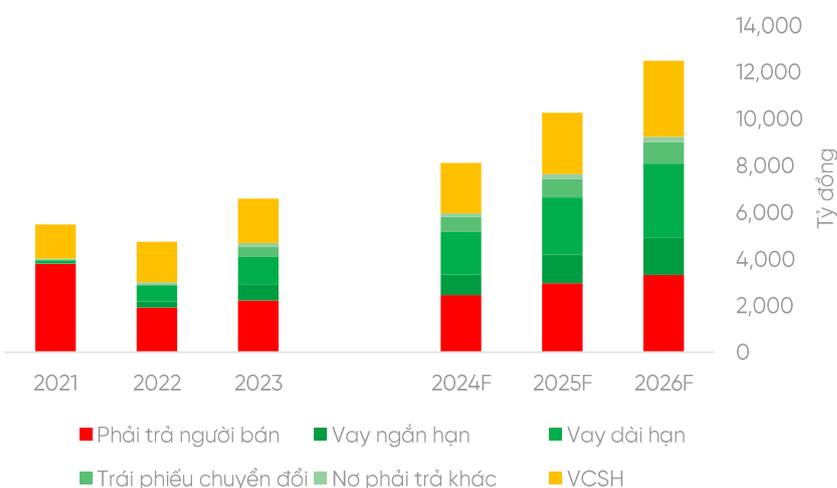
### CƠ CẤU SỞ HỮU

Tên cổ đông	Chức vụ	Sở hữu
BÙI HƯƠNG GIANG	Người đại diện Pháp luật/Thành viên Hội đồng Quản trị/Tổng Giám đốc	3.25%
NGUYỄN ANH TUẤN	Giám đốc bộ phận	2.01%
LÊ XUÂN THỌ	Thành viên Hội đồng Quản trị	0.03%
NGÔ CAO CƯỜNG	Kế toán trưởng	0.03%
NGUYỄN QUỐC VĂN	Thành viên Ban kiểm soát	0.01%
CÔNG TY CP SIBA HOLDINGS		39.39%

### CƠ CẤU TỔNG TÀI SẢN



### CƠ CẤU NGUỒN VỐN



Nguồn: Fiinpro, VPBankS Research tổng hợp

### Lợi thế của BAF

Doanh nghiệp có 4 kênh phân phối chính gồm:

- Kênh bán sỉ.
- Kênh Modern Trade (62 Sibafoods và 350 meat shop khắp cả nước).
- Phân phối tại chuỗi Big C
- Phân phối làm thức ăn công nghiệp.

Với 28 trang trại hiện đại, được xây dựng theo mô hình chuồng hầm tiên tiến nhất tại Việt Nam, cơ sở chăn nuôi được chia thành 3 phân khu nhằm đảm bảo an toàn sinh học và sức khỏe tối đa cho vật nuôi, nhằm giảm thiểu rủi ro của các dịch bệnh.

Hệ thống trang trại được trang bị cho ăn tự động, giảm tiếp xúc giữa người và vật nuôi, cùng với hệ thống làm mát đảm bảo nhiệt độ ổn định trong chuồng, nhằm đảm bảo sức khỏe và trạng thái tốt nhất cho vật nuôi. Điều này không chỉ giúp tiết kiệm chi phí nhân công và vận hành mà còn mang lại hiệu suất nuôi trồng tối ưu.

Ngoài ra, trang trại còn tích hợp hệ thống tuần hoàn nước tiên tiến để tối ưu hóa sự sử dụng nguồn nước. Ba nhà máy sản xuất thức ăn chăn nuôi, với tổng công suất lên đến 460 nghìn tấn/năm, đã đạt chứng nhận quốc tế, đồng thời khả năng chủ động trong việc ứng phó với biến động giá thức ăn chăn nuôi.

Sản phẩm cám của trang trại nguồn gốc 100% thực vật, không chứa chất tạo nạc và chất tăng trọng, đi kèm với thảo mộc, đảm bảo sự an toàn và chất lượng cao, giúp duy trì sức khỏe cho vật nuôi và hạn chế tối đa rủi ro về dịch bệnh.

### Vốn vay tăng mạnh thúc đẩy đầu tư tài sản.

Vốn vay ngắn hạn tăng mạnh 166% so với thời điểm cuối năm ngoái đạt 704 tỷ đồng, vốn vay dài hạn đồng thời cũng ghi nhận mức tăng trưởng hơn 66% đạt hơn 1,15 nghìn tỷ đồng. Đưa tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu tăng từ mức 0.55 lần lên 0.98 lần.

Tài sản cố định hữu hình ghi nhận tăng 61% đạt hơn 1,4 nghìn tỷ đồng và tài sản dở dang dài hạn tăng mạnh 156% đạt hơn 900 tỷ đồng.

Theo chia sẻ, trong giai đoạn trung và dài hạn BAF sẽ tập trung nguồn lực đẩy mạnh và phát triển mảng chăn nuôi hướng đến sự phát triển vững với biên lợi nhuận gộp cải thiện. Song song đó sẽ thu hẹp dần mảng kinh doanh nông sản vốn có biên lợi nhuận thấp và nhiều biến động. Do vậy, trong giai đoạn sắp tới BAF sẽ tập trung gia tăng nguồn vốn đến từ nguồn vốn vay và vốn chủ sở hữu tạo nguồn lực đẩy mạnh đầu tư vào xây dựng chuồng trại, mua sắm trang thiết bị và máy móc nhằm đến mục tiêu tăng trưởng đàn heo lên đến hàng triệu con với mức biên lợi nhuận cải thiện mạnh mẽ.

**TRIỂN VỌNG KINH DOANH & ĐỊNH GIÁ**

**NGUỒN CUNG THỊT HEO CẢ NƯỚC**

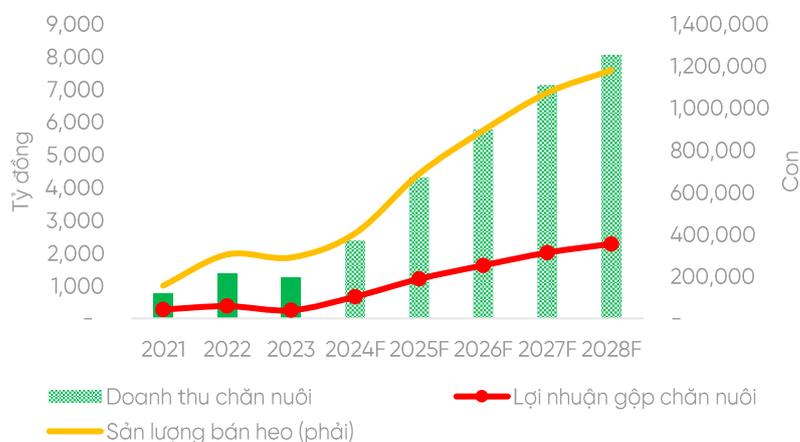


**Triển vọng vĩ mô**

Viet Nam có cơ cấu 100 triệu dân, trong đó 60% – 70% cơ cấu bữa ăn là từ thịt heo. Nhu cầu thịt heo tại Việt Nam là rất lớn, đến từ nhiều yếu tố như dân số tăng, trong khi lượng thịt heo tính trên đầu người vẫn ở mức thấp, khoảng 30 – 32kg heo hơi/người. Để so sánh, tỷ lệ này ở Trung Quốc là 65kg, Mỹ và châu Âu là 90kg. Như vậy, tiềm năng khi dân số tăng và tỉ lệ thịt heo trên đầu người sẽ tăng theo khi nền kinh tế được phục hồi và phát triển trở lại.

Như vậy, với sự phát triển của công nghệ và sự khắc khe trong an toàn thực phẩm ngày một tăng cao thì chăn nuôi nhỏ lẻ sẽ ngày càng giảm xuống và chăn nuôi công nghiệp sẽ lấn sân và ngày càng phát triển. Điều này tạo ra cơ hội cho các công ty đầu tư chuyên nghiệp có nguồn vốn mạnh để tăng đàn và đáp ứng nhu cầu thị trường.

**DỰ PHÓNG SẢN LƯỢNG VÀ DOANH THU CHĂN NUÔI**



**Cơ hội cho sự đầu tư vào công nghệ chăn nuôi tiên tiến.**

Hộ kinh doanh nhỏ lẻ chiếm đa số trong ngành chăn nuôi tại Việt Nam. Dịch bệnh ASF đã làm cho ngành chăn nuôi phải chuyển hướng đầu tư chuyên nghiệp và áp dụng công nghệ chuồng trại tiên tiến để đảm bảo an toàn sinh học và vệ sinh môi trường. Hiện tại, người chăn nuôi nhỏ lẻ gặp khó khăn về vốn và lo sợ dịch bệnh, không còn cơ hội tái đàn.

**DỰ PHÓNG CHI PHÍ VÀ LỢI NHUẬN BIÊN**



Thị phần chăn nuôi nhỏ lẻ giảm từ 75% - 2014 xuống còn 49% - 2023. Dự kiến sẽ giảm còn 25% - 2030. Cơ hội cho các Cty chăn nuôi hiện đại chiếm lợi thế và gia thị phần.

**Triển vọng giá heo hơi năm 2024**

Dự báo giá heo hơi trong năm 2024 có thể sẽ tăng nhẹ so với năm 2023 bởi nguồn cung suy giảm và cấu tăng trở lại:

- Về phía cung, nhiều hộ chăn nuôi nhỏ lẻ đã giảm đàn do thua lỗ, khiến nguồn cung thịt heo trong nước có thể giảm.
- Về phía cầu, sự hồi phục trong nền kinh tế sẽ thúc đẩy chi tiêu của người tiêu dùng. Bên cạnh đó, dự kiến ngành du lịch sẽ chứng kiến một lượng lớn khách quốc tế đến Việt Nam trong năm 2024. Điều này dự kiến sẽ có ảnh hưởng tích cực đến ngành công nghiệp thịt lợn khi mà nhu cầu tiêu thụ thực phẩm liên quan đến ẩm thực và giải trí có thể được kích thích bởi sự phục hồi của ngành du lịch và nền kinh tế nói chung.

Như vậy, với việc nguồn cung heo đang hạn chế và kỳ vọng phục hồi kinh tế thì giá heo dự kiến sẽ trong mức 58.000 đ/kg – 62.000 đ/kg.

**DỰ PHÓNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ**



**TRIỂN VỌNG KINH DOANH & ĐỊNH GIÁ**

FCFF	
FCF Growth Rate:	2.0%
Normalized FCFFt+1	422
Terminal Value	6,368
Present value of terminal value	2,591
Present value of stage 1 cash flows	2,945
<b>Enterprise value (EV)</b>	<b>5,535</b>
Plus: Cash & marketable securities	423
Plus: Investment in affiliates	0
Less: Debt (ST+LT) (enter as -)	(1,860)
Less: Preferred stock (enter as -)	
Less: Minority Interest (enter as -)	(16)
<b>Value</b>	<b>4,083</b>
Share OS	143,520,000
<b>Equity value per share</b>	<b>28,451</b>

FCFE	
FCF Growth Rate:	2.0%
Normalized FCFEt+1	43
Terminal Value	552
Present value of terminal value	198
Present value of stage 1 cash flows	3,696
<b>Enterprise value (EV)</b>	<b>3,894</b>
Plus: Cash & marketable securities	423
Plus: Investment in affiliates	0
Less: Debt (ST+LT) (enter as -)	
Less: Preferred stock (enter as -)	
Less: Minority Interest (enter as -)	
<b>Value</b>	<b>4,318</b>
Share OS	143,520,000
<b>Equity value per share</b>	<b>30,084</b>

PE	
P/E average industry	6.00
EPS	4,769
<b>Equity value per share</b>	<b>28,611</b>

	Terminal FCFF Growth Rate:									
		1.00%	1.25%	1.50%	1.75%	2.00%	2.25%	2.50%	2.75%	3.00%
WACC	6.6%	31,540	32,583	33,727	34,990	36,390	37,951	39,703	41,682	43,936
	7.1%	29,807	30,687	31,645	32,692	33,842	35,111	36,518	38,086	39,846
	7.6%	28,337	29,089	29,903	30,787	31,749	32,802	33,957	35,232	36,645
	8.1%	27,074	27,725	28,426	29,182	29,999	30,887	31,854	32,911	34,072
	8.6%	25,977	26,547	27,156	27,811	28,515	29,274	30,095	30,987	31,959
	9.1%	25,015	25,518	26,054	26,626	27,239	27,896	28,603	29,366	30,192
	9.6%	24,166	24,613	25,088	25,593	26,131	26,706	27,321	27,982	28,692
	10.1%	23,409	23,810	24,234	24,683	25,160	25,667	26,208	26,786	27,404
10.6%	22,732	23,093	23,474	23,876	24,302	24,753	25,232	25,742	26,285	

	Terminal FCFE Growth Rate:									
		1.00%	1.25%	1.50%	1.75%	2.00%	2.25%	2.50%	2.75%	3.00%
Cost of Equity	8.0%	30,244	30,305	30,370	30,441	30,518	30,602	30,693	30,793	30,903
	8.5%	30,141	30,194	30,251	30,313	30,379	30,450	30,527	30,611	30,703
	9.0%	30,051	30,098	30,148	30,201	30,259	30,320	30,387	30,459	30,536
	9.5%	29,971	30,013	30,057	30,105	30,155	30,209	30,266	30,328	30,395
	10.0%	29,901	29,938	29,978	30,020	30,064	30,111	30,162	30,216	30,274
	10.5%	29,838	29,871	29,907	29,944	29,984	30,026	30,071	30,118	30,169
	11.0%	29,781	29,811	29,843	29,877	29,913	29,950	29,990	30,032	30,077
	11.5%	29,729	29,757	29,786	29,817	29,849	29,883	29,919	29,956	29,996
12.0%	29,683	29,708	29,734	29,762	29,791	29,822	29,854	29,889	29,924	

**Kỳ vọng dài hạn trong chiến lược phát triển doanh nghiệp BAF:**

Trong Quý 1/2024, doanh nghiệp đã bổ sung vào quá trình vận hành của mình 2 trang trại mới. Sau đó, theo kế hoạch Quý 2/2024 qui mô sẽ được mở rộng với việc đưa vào hoạt động thêm 4 cụm trang trại, làm tăng tổng số lên 16 cụm vào năm 2024. Doanh nghiệp cũng đang hướng tới việc đầu tư mở rộng thêm từ 10 đến 15 trang trại vào năm 2025.

Hiện nay, giá vốn của BAF đang duy trì ở mức 40.000 đồng/kg, một mức giá khá thấp so với trung bình ngành. Điều này tạo điều kiện thuận lợi cho kế hoạch mở rộng quy mô của doanh nghiệp. Theo doanh nghiệp chia sẻ rằng đến cuối năm 2024, BAF dự kiến sẽ bán ra khoảng 500 nghìn con heo thịt. Với việc tăng mạnh đầu tư mở rộng nhanh trong giai đoạn sắp tới thì mục tiêu mà doanh nghiệp đặt ra là 1 triệu con vào cuối năm 2025, 2 triệu con vào năm 2026 và 6 triệu con vào năm 2023.

Bên cạnh đó, BAF cũng đang áp dụng mô hình kinh tế tuần hoàn trong quá trình sản xuất, bao gồm tuần hoàn nước và sử dụng phân heo để sản xuất phân hữu cơ. Điều này không chỉ giúp doanh nghiệp hoàn thiện khung ESG, hướng đến các dòng vốn xanh mà còn tăng thêm nguồn thu từ bán phân bón.

**Định giá trong vùng rất hấp dẫn**

Với triển vọng trong dài hạn từ chiến lược mạnh mẽ và rõ ràng từ doanh nghiệp chúng tôi cho rằng đây là một trong những doanh nghiệp có cơ hội dẫn đầu trong ngành.

Áp dụng đồng thời phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF, FCFE và phương pháp so sánh P/E chúng tôi đưa ra mức định giá mục tiêu cho cổ phiếu BAF là 29,000 đồng/cổ phiếu.



## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo. Phòng Phân Tích Đầu Tư chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân Tích Đầu Tư không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo. Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan.

Báo cáo phân tích, định giá này nhằm mục đích tham khảo và không có giá trị pháp lý như một chứng thư thẩm định giá. Báo cáo phân tích này và các tài liệu đi kèm được lập bởi Phòng Phân Tích Đầu Tư – CTCP Chứng Khoán VPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng Khoán VPBank. Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VPBank

Tầng 25, tòa nhà VPBANK, số 89 Láng Hạ, Quận Đống Đa, Thành phố Hà Nội

Điện thoại: 1900 636679

Email: cskh@vpbanks.com.vn

Website: www.vpbanks.com.vn

### Phòng Phân tích Đầu tư

Email: research@vpbanks.com.vn

Mã môi giới

116C820618

