

THEO DÕI

Giá mục tiêu 2025: **29.350 VND**
Upside: **11%**
Cập nhật: **12/20/2024**

TRIỂN VỌNG 2025

Tích cực: Chi phí chăn nuôi duy trì ổn định, sản lượng heo tăng nhờ khai thác trang trại mới. Tăng tỷ trọng mảng chăn nuôi giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp.

Tiêu cực: Hạ tỷ trọng mảng nông sản khiến doanh thu thấp hơn so với giai đoạn trước.

Rủi ro: Dịch tả lợn châu Phi diễn biến phức tạp ảnh hưởng đến chất lượng đàn.

	Q3/2024	2024F	2025F
DTT	1.314	5.292	5.767
% YoY	8%	2%	9%
LNST	60	319	365
% YoY	50%	950%	15%

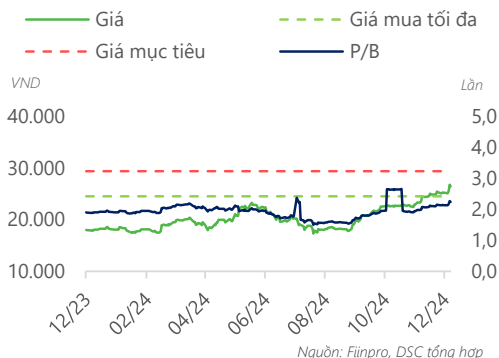
Đơn vị: tỷ VND

Tổng quan doanh nghiệp

BAF là doanh nghiệp trẻ trong ngành chăn nuôi nhưng có quy mô tài sản và doanh thu thuộc top đầu ngành. BAF sở hữu chuỗi giá trị khép kín 3F (Feed-Farm-Food), hướng tới mô hình kinh doanh tinh gọn và hiệu quả.

Dữ liệu thị trường

Ngành nghề:	Nuôi trồng nông & hải sản
Giá hiện tại:	26.400 VND
Vốn hóa:	6.310 tỷ VND
Số lượng CPLH:	239,0 triệu cp
EPS 4 quý gần nhất:	989 VND
P/E:	26,7 lần
Cổ tức tiền mặt 2024:	0,0%
Cổ tức cổ phiếu 2024:	0,0%



BAF

CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam

KHUYẾN NGHỊ

DSC nhận định, kết quả kinh doanh năm 2025 của BAF sẽ có mức tăng trưởng tốt so với năm 2024 với kỳ vọng: (1) Các trang trại mới bắt đầu đem lại doanh thu, (2) hoạt động chăn nuôi ổn định giúp giảm lượng heo phải thanh lý và (3) chi phí thức ăn chăn nuôi duy trì ở mức thấp nhờ giá nguyên liệu rẻ.

DSC ước tính doanh thu năm 2025 đạt 5.767 tỷ (+9% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 365 tỷ (+15% YoY).

Dự phóng EPS năm 2025 đạt 1.529/cp, tương đương P/E mục tiêu là 19,x lần. Mức giá mục tiêu DSC ước tính cho cổ phiếu BAF năm 2025 là 29.350 VND/cp.

DSC khuyến nghị, nhà đầu tư theo dõi và cân nhắc giải ngân cổ phiếu ở vùng giá khoảng 25.000 VND/cp.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Những thay đổi tích cực nhờ tăng tỷ trọng chăn nuôi

BAF vẫn đang bám sát kế hoạch thay đổi cơ cấu doanh thu để tập trung hơn vào mảng chăn nuôi heo thay vì tiếp tục phụ thuộc vào mảng nông sản (đặc biệt là phân phối nguyên liệu thức ăn chăn nuôi). Tính đến hết Quý 3, chăn nuôi đang chiếm hơn 60% tỷ trọng doanh thu của BAF, biên lợi nhuận gộp tổng tăng tốt lên mức 17%. Doanh nghiệp đang chuyển mình để trở thành một tập đoàn nông nghiệp hiện đại và bền vững. Điều này không chỉ giúp tăng biên lợi nhuận mà còn nâng cao vị thế cạnh tranh và tạo nền tảng cho tăng trưởng dài hạn trong ngành chăn nuôi.

Đẩy mạnh các dự án mở rộng đàn heo

Trong năm 2024, BAF tiếp tục triển khai các trang trại nằm trong chiến lược lấy mảng chăn nuôi làm mũi nhọn. Doanh nghiệp dự kiến đưa vào hoạt động 7 trang trại, đồng thời xây dựng 6 trang trại mới và 1 nhà máy sản xuất thức ăn chăn nuôi. BAF cũng mạnh tay thực hiện các dự án M&A khi chỉ riêng trong tháng 11, doanh nghiệp đã thành công thu tóm 7 công ty chăn nuôi.

Tổng đàn heo của BAF tăng 73% so với đầu năm, đạt 520.000 con vào cuối quý 3, tương đương 1 triệu heo thương phẩm và sẽ tiếp tục tăng trong giai đoạn tới. Dự kiến năm 2025, BAF sẽ tiếp tục xây dựng 15 trang trại với tổng đầu tư 3.000 tỷ để đáp ứng tốc độ tăng đàn nhanh.

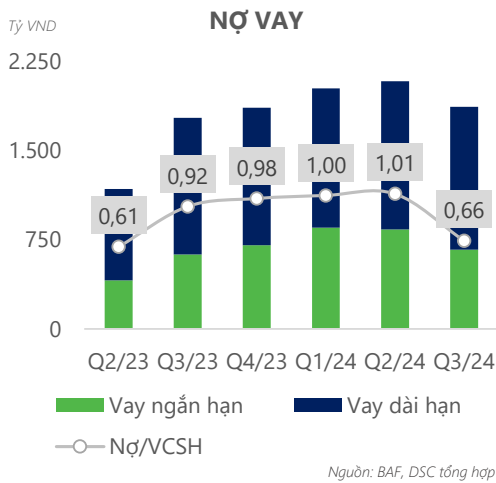
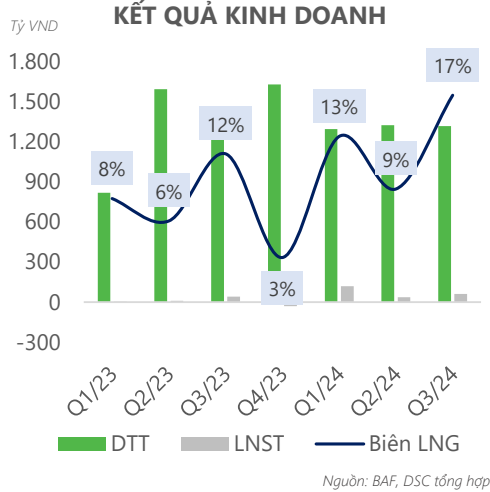
ĐIỂM NHẤN TÀI CHÍNH

Rơi vào mùa thấp điểm

Nhìn chung, các chỉ tiêu về kết quả kinh doanh của BAF đều tăng trưởng so với cùng kỳ. Doanh thu thuần đạt 1.314 tỷ, tăng 8% so với Q3.23 và đi ngang so với hai quý trước. Lợi nhuận sau thuế đạt 60 tỷ, tương đương tăng 51% YoY.

Đáng chú ý, biên lợi nhuận gộp tăng tốt lên mức 17%, riêng mảng chăn nuôi có biên lợi nhuận gộp là 21%. DSC nhận định, sự cải thiện đến từ việc (1) hoạt động thanh lý heo giảm giúp giá bán heo trung bình tăng lên và (2) chi phí đầu vào giảm nhờ chủ động nguồn thức ăn chăn nuôi thông qua hai nhà máy cám chày và giá nguyên liệu thức ăn chăn nuôi xuống thấp.

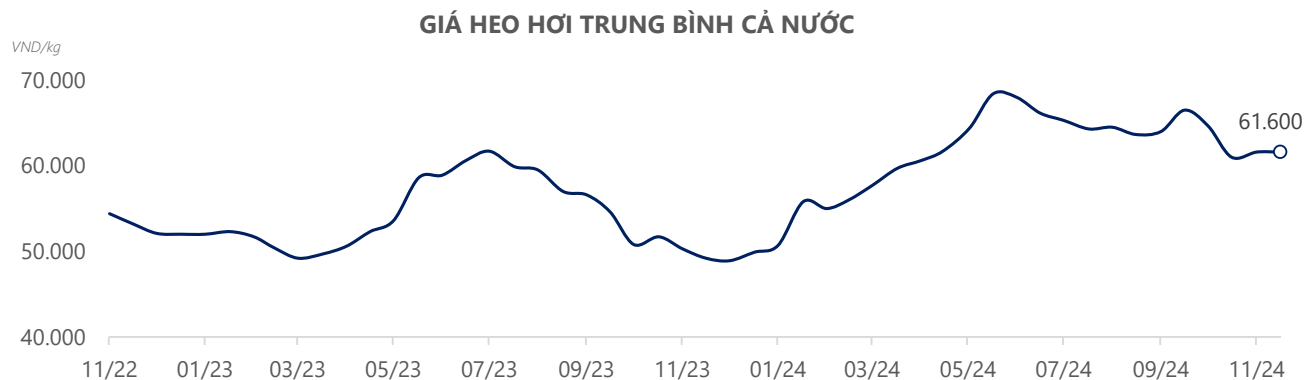
Lũy kế 9 tháng đầu năm, doanh thu thuần của BAF đạt 3.927 tỷ (+8% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 215 tỷ (+306% YoY), hoàn thành 70% kế hoạch năm.



Nhu cầu vay vốn giảm

Nợ vay của BAF đã giảm trong quý 3, hiện có 1.867 tỷ nợ vay, trong đó hơn 64% là nợ vay dài hạn. Vốn vay của BAF không tăng mạnh như năm ngoái bởi doanh nghiệp đã thực hiện thành công kế hoạch tăng vốn, giúp giảm bớt áp lực về nguồn tiền đầu tư dự án.

Trong năm 2024, BAF đã tăng vốn điều lệ tổng cộng 955 tỷ đồng, tương đương mức tăng 66,5% so với đầu năm. Việc tăng vốn này nhằm mục đích mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh, đặc biệt trong lĩnh vực chăn nuôi heo, thông qua việc xây dựng và vận hành các trang trại chăn nuôi công nghệ cao.

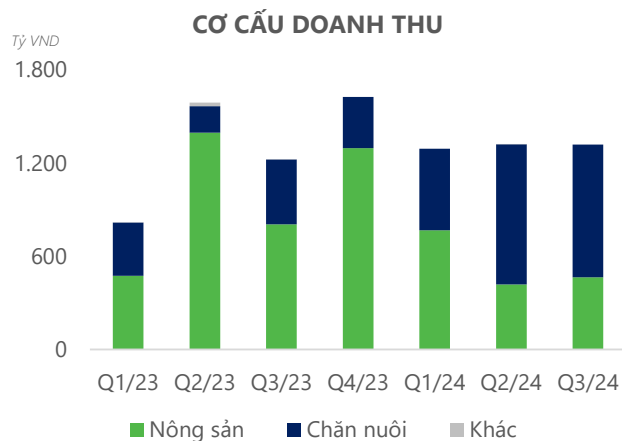


LUẬN ĐIỂM 1:

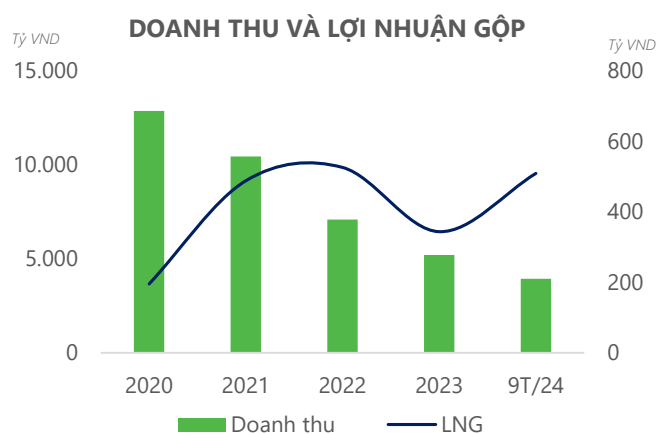
Bám sát kế hoạch chuyển dịch cơ cấu hoạt động

BAF

CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam



Nguồn: BAF, DSC tổng hợp

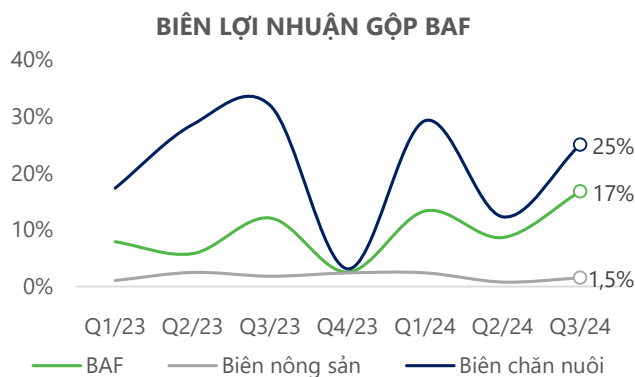


Nguồn: BAF, DSC tổng hợp

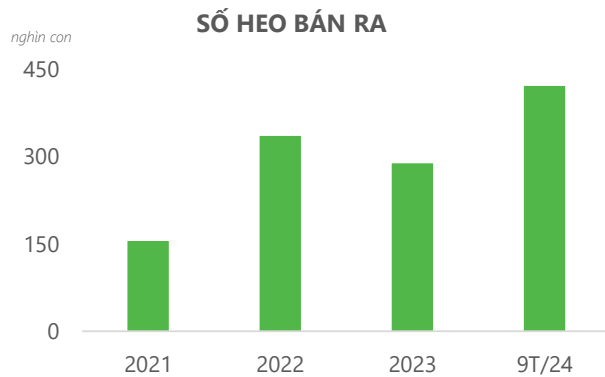
Tỷ trọng mảng chăn nuôi tăng trưởng rõ rệt

Giá bán của mảng nông sản thường bị ảnh hưởng trực tiếp bởi các biến động của thị trường. Đây cũng là mảng có biên lợi nhuận khá mỏng chỉ 2%. Vì vậy, BAF đang giảm dần tỷ trọng mảng nông sản để tập trung nguồn lực phát triển mảng chăn nuôi có biên lợi nhuận cao hơn (biên từ 20-30%).

Trong các quý gần đây, BAF đã chứng kiến sự thay đổi rõ rệt trong cơ cấu doanh thu, với tỷ trọng từ mảng chăn nuôi (chủ yếu là chăn nuôi heo) tăng trưởng mạnh. Quý 3 năm 2024, doanh thu từ mảng chăn nuôi đạt gần 856 tỷ đồng, gấp 2,3 lần so với cùng kỳ, chiếm 65% tổng doanh thu. Cắt giảm mạnh mảng nông sản khiến doanh thu giảm rõ rệt so với các năm trước tuy nhiên nhờ biên lợi nhuận gộp tăng, chỉ trong 9 tháng đầu năm lợi nhuận gộp của BAF đã cao hơn cả năm 2023 cộng lại.



Nguồn: BAF, DSC tổng hợp



Nguồn: BAF, DSC tổng hợp

Biên lợi nhuận chưa ổn định trong ngắn hạn

Việc tăng tỷ trọng mảng chăn nuôi diễn ra khá nhanh vì vậy biên lợi nhuận gộp mảng này biến động tương đối mạnh theo quý. Để tối ưu hóa chi phí và duy trì hiệu quả hoạt động, BAF thực hiện thanh lý nhanh heo không đạt tiêu chuẩn, khiến biên lợi nhuận giảm trong Q4.23 và Q2.24 mặc dù sản lượng heo bán ra tăng mạnh. Khi các trang trại đã đi vào hoạt động ổn định, hoạt động thanh lý giảm dần sẽ giúp biên lợi nhuận gộp ít biến động hơn trong dài hạn.

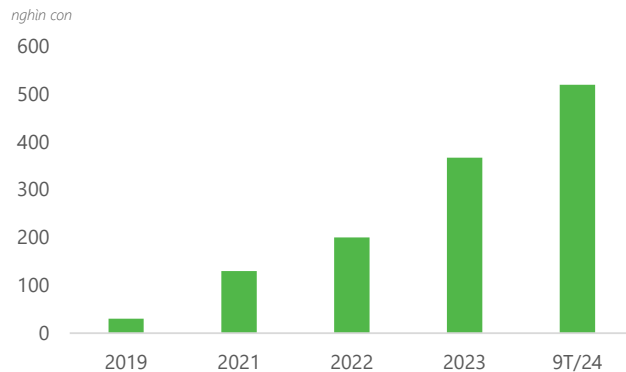
LUẬN ĐIỂM 2:

Liên tục đầu tư mở rộng quy mô đàn heo

BAF

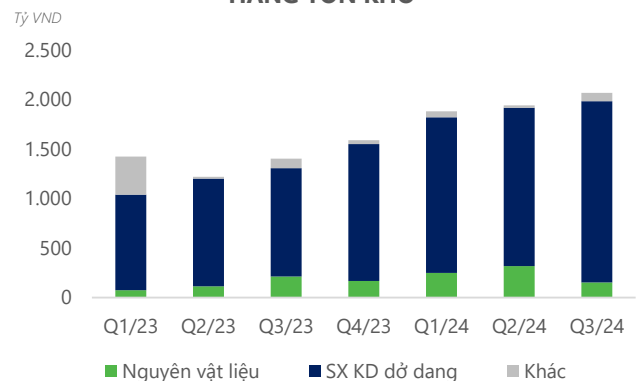
CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam

TỔNG ĐÀN HEO



Nguồn: BAF, DSC tổng hợp

HÀNG TỒN KHO



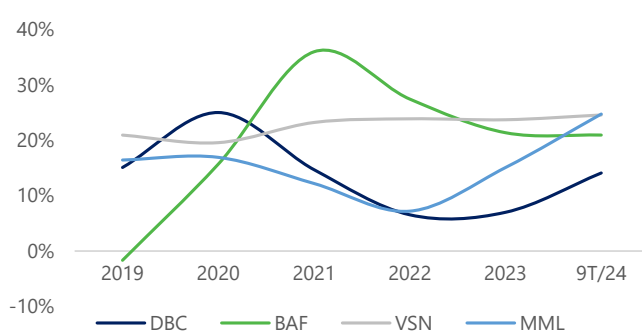
Nguồn: BAF, DSC tổng hợp

Tổng đàn tăng trưởng với tốc độ cao

Tổng đàn heo của BAF đã tăng đáng kể qua từng năm, từ khoảng 330.000 con cuối năm 2023 lên hơn 500.000 con vào cuối quý 3 năm 2024, tương đương tăng trưởng tới 73%. Mở rộng đàn heo giúp BAF tăng sản lượng heo thương phẩm có thể lên tới 1 triệu con. Ở khoản mục sản xuất kinh doanh dở dang, lượng heo thương phẩm các loại chờ tung ra thị trường đã tăng hơn 30% kể từ đầu năm.

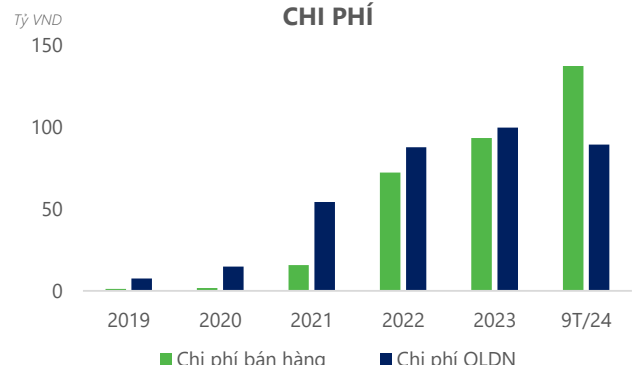
Chủ trương của BAF là mở rộng với tốc độ rất nhanh và ở quy mô lớn, được thực hiện thông qua (1) đầu tư xây dựng trang trại chăn nuôi mới và (2) M&A - thu tóm các công ty chăn nuôi nhỏ lẻ đã khiến cho chi phí khấu hao tăng. Quý này, BAF đã thực hiện M&A tới 7 công ty chăn nuôi và đưa vào hoạt động cụm trại Hải Hà (dự kiến mang lại doanh thu ~700 tỷ/năm kể từ Q3.25). Trong năm 2025, BAF dự kiến sẽ tiếp tục chi 3.000 tỷ để mở rộng thêm 15 trang trại tự xây hoặc thuê lại nhằm đáp ứng tốc độ tăng trưởng của đàn heo.

BIÊN LỢI NHUẬN GỘP CHĂN NUÔI



Nguồn: BAF, DSC tổng hợp

CHI PHÍ



Nguồn: BAF, DSC tổng hợp

Đòi hỏi nỗ lực kiểm soát dịch bệnh và quản lý chi phí

Việc liên tục thu tóm các công ty chăn nuôi và xây dựng trang trại mới sẽ thúc đẩy tăng trưởng thị phần thịt heo. Tuy nhiên, quy mô đàn lớn đòi hỏi hệ thống quản lý chặt chẽ để kiểm soát dịch bệnh và chất lượng sản phẩm. Đồng thời, việc mở rộng nhanh khiến cho chi phí ban đầu tăng mạnh, có thể gây áp lực lên dòng tiền và lợi nhuận trong ngắn hạn. Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp cũng tăng mạnh trong năm 2024 do có khoảng 8 trang trại mới được đưa vào vận hành. Mặc dù vậy, biên lợi nhuận gộp chăn nuôi của BAF ở mức khá tốt so với các doanh nghiệp cùng ngành bất chấp việc BAF vẫn đang trong quá trình mở rộng và chưa hoạt động hoàn toàn ổn định.

(Tỷ VND)	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	5.199	5.292	5.767
% DTT (YoY)	-27%	2%	9%
Lợi nhuận gộp	343	735	884
Lợi nhuận sau thuế	30	319	365
% LNST (YoY)	-89%	950%	15%

Định giá	Giá trị hợp lý
LNST	365 tỷ VND
EPS	1.4529 VND
P/E mục tiêu	17,0x lần
SLCPLH	239 triệu
Giá mục tiêu	25.900 VND

DỰ PHÓNG & ĐỊNH GIÁ

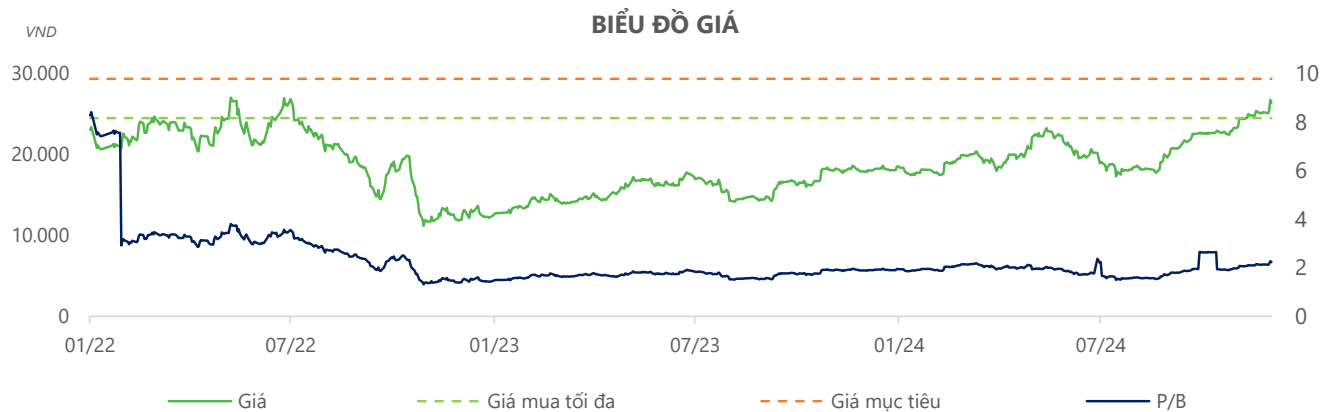
Dự phóng kết quả kinh doanh

DSC ước tính kết quả kinh doanh 2025 của BAF sẽ tăng trưởng so với cùng kỳ, dựa trên kỳ vọng (1) Các trang trại mới bắt đầu đem lại doanh thu, (2) hoạt động chăn nuôi ổn định giúp giảm lượng heo phải thanh lý và (3) chi phí thức ăn chăn nuôi duy trì ở mức thấp nhờ giá nguyên liệu đầu vào rẻ. Cụ thể, doanh thu ước đạt 5.767 tỷ (+9% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 365 tỷ (+15% YoY).

Định giá

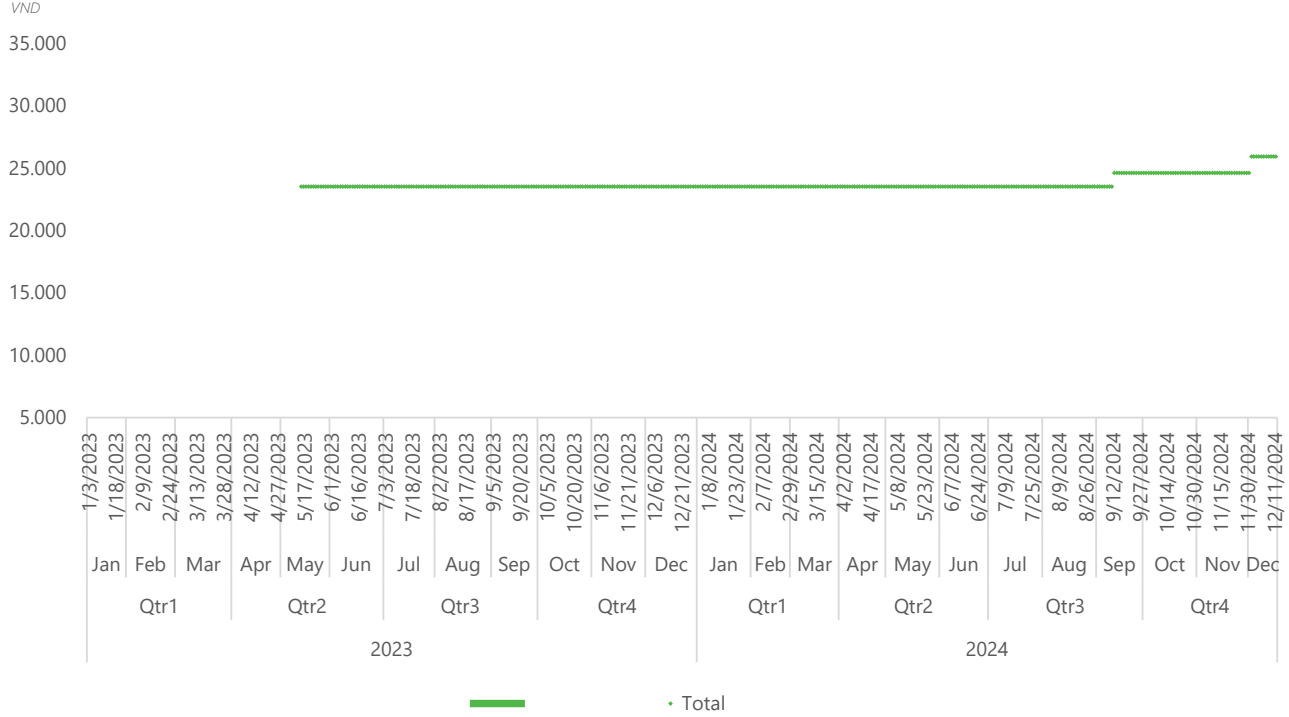
DSC sử dụng phương pháp định giá P/E cùng kỳ vọng cụm trang trại mới hoạt động ổn định và mang lại doanh thu 600-700 tỷ/năm kể từ Q3.25, với mức P/E mục tiêu là 19,x lần tương đương với mức trung bình 3 năm. Mức giá mục tiêu 12 tháng DSC xác định cho cổ phiếu BAF là 29.350 VND/cp.

Thống kê báo cáo phân tích trong 6 tháng gần nhất của các CTCK đối với cổ phiếu BAF, giá mục tiêu bình quân là 27.400 VND/cp.



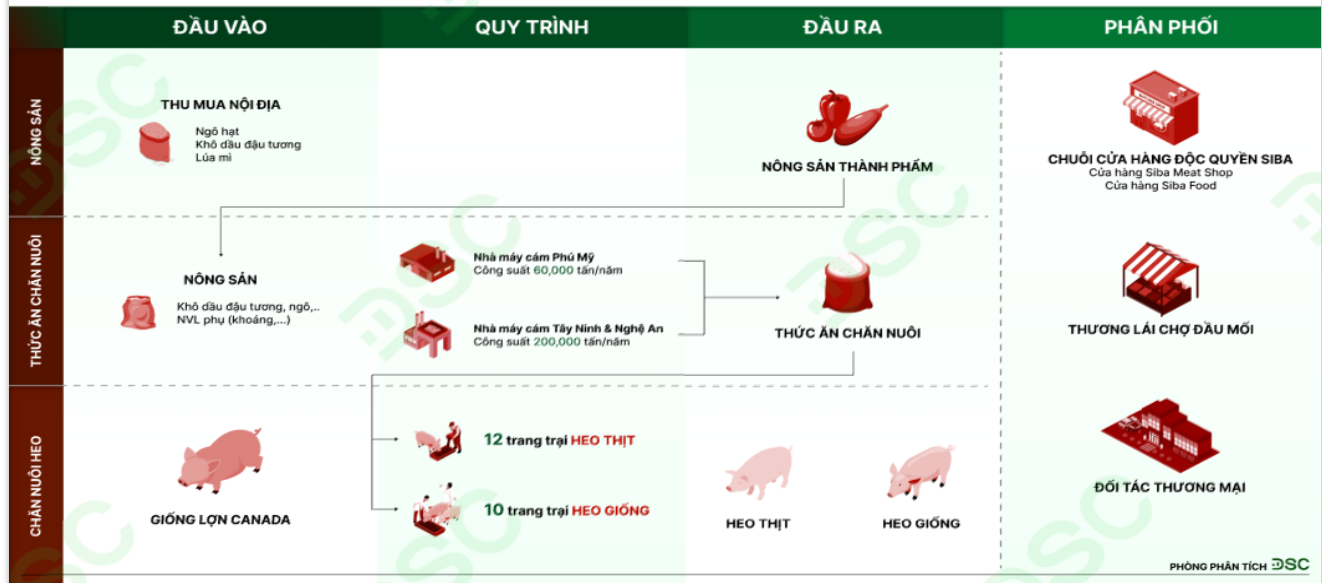
Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

LỊCH SỬ KHUYẾN NGHỊ



MÔ HÌNH KINH DOANH

MÔ HÌNH KINH DOANH CTCP NÔNG NGHIỆP BAF VIỆT NAM (BAF)



Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. 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.

Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC 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 DSC 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 DSC 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 DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Phương pháp xác định khuyến nghị của DSC:

Khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Giá mục tiêu CAO HƠN giá thị trường ít nhất 15%
THEO DÕI	Giá mục tiêu CHÊNH LỆCH so với giá thị trường thấp hơn 15%
BÁN	Giá mục tiêu THẤP HƠN giá thị trường ít nhất 15%
CHỐT LỜI	Chỉ áp dụng đối với cổ phiếu có báo cáo khuyến nghị mua gần nhất, bộ phận phân tích nhận định rằng cổ phiếu đã tiến tới vùng giá phản ánh hợp lý các luận điểm đã đề cập.
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận phân tích không đưa ra khuyến nghị trong trường hợp báo cáo không có mục đích khuyến nghị hoặc không tìm thấy đầy đủ các thông tin xác thực nhằm phục vụ cho việc khuyến nghị cổ phiếu.

Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

Trương Thái Đạt,


GD. Trung tâm Phân tích
dat.tt@dsc.com.vn

Lê Trần Khánh Linh

Chuyên viên Phân tích
linh.ltk@dsc.com.vn

HỘI SỞ CHÍNH

 Tầng 2, Thành Công Building, 80 Dịch Vọng Hậu, Cầu Giấy, Hà Nội

 (024) 3880 3456

 info@dsc.com.vn