

**CÔNG TY CỔ PHẦN NÔNG NGHIỆP BAF VIỆT NAM (HSX: BAF)**
**Nguyễn Thị Thanh Thu**

Chuyên viên phân tích

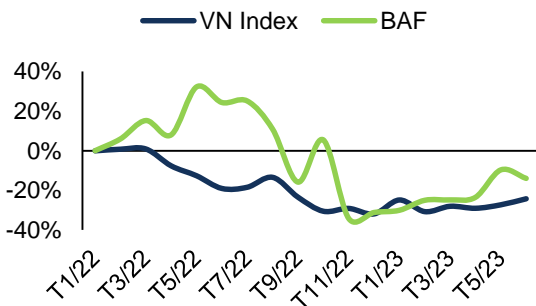
 Email: [thuntt@fpts.com.vn](mailto:thuntt@fpts.com.vn)

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 4311

Người phê duyệt báo cáo:

**Bùi Đức Duy**

Trưởng nhóm Phân tích cơ bản

**Biến động giá BAF & VNIndex**

**Thông tin giao dịch 10/08/2023**

Giá hiện tại (VND/cp)	22.650
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	32.050
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	15.850
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	143,5
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	143,5
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	3.205.139
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	0,07%
Vốn hóa (tỷ VND)	3.387
EPS Trailing 12 tháng (VND/cp)	1.243
P/E Trailing 12 tháng	14,3x

**Tổng quan doanh nghiệp**

Tên	Công ty Cổ phần Nông nghiệp BAF Việt Nam
Địa chỉ	628C Xa Lộ Hà Nội, phường An Phú, TP. Thủ Đức, TP. Hồ Chí Minh
Doanh thu chính	Kinh doanh nông sản Chăn nuôi lợn
Chi phí chính	Chi phí thức ăn chăn nuôi
Rủi ro chính	Rủi ro quản trị Khả năng chi trả lãi vay

 Giá hiện tại: **22.650**
**Khuyến nghị**

 Giá mục tiêu: **20.320**
**THEO DÕI**

 Tăng/(giảm): **-10,3%**
**LỢI THẾ TỪ HỆ SINH THÁI TÂN LONG KHÓ DUY TRÌ TRONG DÀI HẠN**

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu CTCP Nông nghiệp BaF Việt Nam niêm yết trên sàn HSX với mã BAF. Bằng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu của cổ phiếu là **20.320 đồng/cp**, thấp hơn **10,3%** so với mức giá đóng cửa ngày 10/08/2023. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu BAF. Nhà đầu tư có thể xem xét chốt lời ở thời điểm hiện tại và theo dõi thêm các vấn đề khác liên quan đến quản trị và tình hình tài chính của doanh nghiệp.

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**
**➤ Mảng thương mại nông sản:**

Quy mô kỳ vọng thu hẹp theo định hướng chuyển đổi hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Doanh thu và lợi nhuận gộp năm 2023 ước đạt 3.858 tỷ đồng (-32,4% yoy) và 104 tỷ đồng (-32,4% yoy). ([chi tiết](#))

**➤ Mảng chăn nuôi lợn thịt:**

**Doanh thu năm 2023 ước tính tăng 13,9% yoy thấp hơn mức tăng trưởng 69,1% yoy năm 2022** do (1) tổng sản lượng lợn thịt tiêu thụ ở 2 kênh bán hàng kỳ vọng tăng trưởng ở mức 8,6% yoy ([chi tiết](#)) và (2) giá bán lợn thịt dự báo tăng 5,0% yoy theo đà tăng giá ngoài thị trường ([chi tiết](#)).

**Biên lợi nhuận gộp năm 2023 ước tính đạt 22,4% (+3,0 đpt yoy)** với kỳ vọng BAF tiếp tục hưởng lợi từ nguồn nông sản giá rẻ của Tân Long và giá nông sản ngoài thị trường dự báo hạ nhiệt giúp giảm áp lực chi phí đầu vào cho doanh nghiệp ([chi tiết](#)).

**YẾU TỐ CẦN THEO DÕI**
**➤ Yếu tố quản trị liên quan đến Tập đoàn Tân Long ([chi tiết](#))**

Tập đoàn Tân Long là cổ đông lớn nhất của BAF. Mảng chăn nuôi lợn thịt của BAF (chiếm 17% doanh thu và 45% lợi nhuận gộp năm 2022) đang được hưởng lợi từ hệ sinh thái của tập đoàn khi BAF mua nguyên liệu đầu vào với giá thấp và được tiêu thụ khoảng 29% sản lượng đầu ra năm 2022. Chúng tôi cho rằng lợi thế này sẽ khó duy trì trong dài hạn.

**➤ Khả năng chi trả lãi vay ([chi tiết](#))**

Đầu năm 2023, BAF đã phát hành 900 tỷ trái phiếu. Chúng tôi ước tính nợ vay dài hạn năm 2023 tăng 116% yoy. Khả năng chi trả lãi vay thể hiện qua tỷ lệ EBIT/chi phí lãi vay chỉ ở mức 3,1 lần thấp hơn nhiều so với mức 10,1 lần của năm 2022.

**➤ Chất lượng ghi nhận doanh thu và lợi nhuận ([chi tiết](#))**

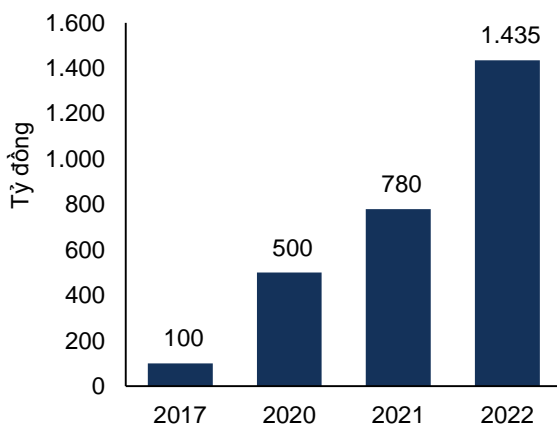
## I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP



Công ty CP Nông nghiệp BaF Việt Nam (HSX: BAF) thành lập năm 2017, với lĩnh vực kinh doanh chính là nông sản và chăn nuôi lợn. Năm 2019, doanh nghiệp bắt đầu xây dựng lại toàn bộ trang trại theo mô hình chuẩn hóa 4.0. Đến năm 2021, BAF hoàn tất việc khép kín chuỗi giá trị 3F khi góp vốn vào công ty liên kết là Siba Food với ngành nghề chính là kinh doanh hệ thống siêu thị, thực phẩm.

### 1. Lịch sử hình thành

**Biểu đồ 1. Lịch sử tăng vốn của BAF**



Nguồn: BAF, FPT S Research

**2017:** Thành lập Công ty Cổ phần Nông nghiệp BaF Việt Nam.

**2018 – 2019:** Đưa vào hoạt động 10 trang trại lợn thịt và lợn giống. Xây dựng toàn bộ trang trại theo mô hình chuẩn hóa 4.0.

**2020:** Ký kết hợp đồng đối tác chiến lược với Genesis về nguồn lợn giống chất lượng cao. Nâng công suất Nhà máy thức ăn chăn nuôi Phú Mỹ lên 60.000 tấn/năm.

**2021:** Góp vốn và khánh thành chuỗi siêu thị bán lẻ SIBA FOOD, hoàn thiện mô hình kinh doanh sản xuất thực phẩm khép kín 3F (Feed - Farm - Food). Chính thức niêm yết trên sàn giao dịch HSX với mã BAF.

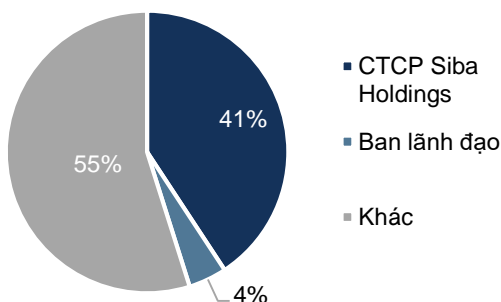
**2022:** Nâng quy mô tổng đàn lợn lên hơn 200.000 con. Bên cạnh đó doanh nghiệp cũng đưa vào hoạt động Nhà máy thức ăn chăn nuôi Tây Ninh với công suất 200.000 tấn/năm.

### 2. Đơn vị thành viên

Hiện tại BAF có 17 công ty con hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực chăn nuôi và 1 công ty liên kết hoạt động trong lĩnh vực bán lẻ. ([Chi tiết ở Phụ Lục](#)).

### 3. Cơ cấu cổ đông

**Biểu đồ 2. Cơ cấu cổ đông của BAF ngày 10/08/2023**



Nguồn: BAF, FPT S Research

CTCP Siba Holdings là cổ đông lớn nhất của BAF với tỷ lệ sở hữu xấp xỉ 41%. Tiếp đến là ban lãnh đạo với tỷ lệ sở hữu 4%. Còn lại thuộc sở hữu của các cá nhân và tổ chức trong và ngoài nước.

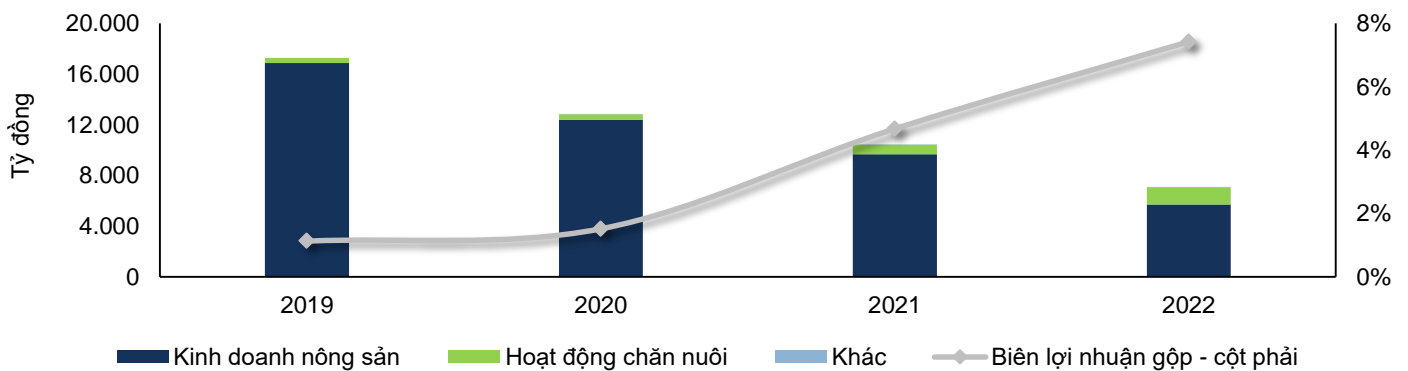
Hiện tại, chủ tịch HĐQT của BAF là ông Trương Sỹ Bá đồng thời là chủ tịch của CTCP Tập đoàn Tân Long. Ông Bá cũng đang sở hữu 98% CTCP Siba Holdings. **Do vậy, tập đoàn Tân Long cùng với Siba Holdings chi phối các quyết định liên quan đến hoạt động kinh doanh của BAF.**

## II. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### Tổng quan hoạt động kinh doanh

Công ty Cổ phần Nông nghiệp BaF Việt Nam hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực thương mại nông sản. Tuy nhiên với định hướng mở rộng mô hình kinh doanh theo chuỗi 3F (Feed – Farm – Food), từ năm 2020 BAF đã thu hẹp dần mảng nông sản để tập trung nguồn lực cho việc mở rộng quy mô chuỗi giá trị chăn nuôi lợn. Giai đoạn 2019 – 2022, doanh thu của BAF sụt giảm mạnh (năm 2022 đạt 7.083 tỷ đồng, tương ứng CAGR: -25,7%/năm), tuy nhiên biên lợi nhuận gộp được cải thiện đáng kể từ 1,1% lên 7,4%. Lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp tăng trưởng mạnh từ 13 tỷ đồng năm 2019 lên 288 tỷ đồng năm 2022. Tỷ trọng mảng chăn nuôi trong tổng doanh thu tăng từ 2,5% năm 2019 lên 19,4% năm 2022.

**Biểu đồ 3. Cơ cấu doanh thu của BAF giai đoạn 2019 – 2022**

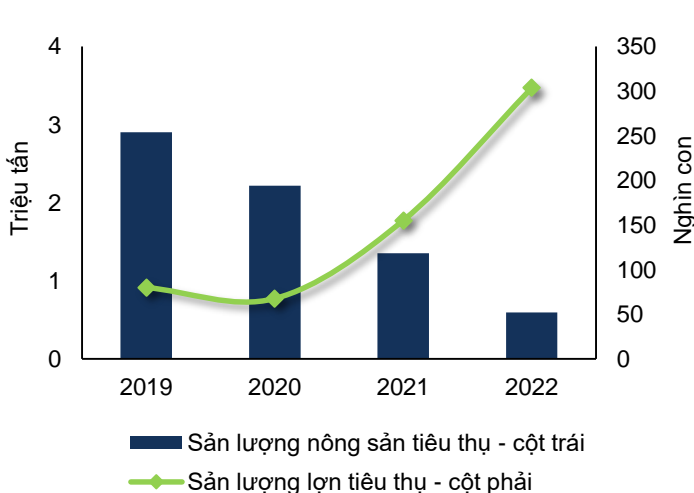


Nguồn: BAF, FPTTS Research

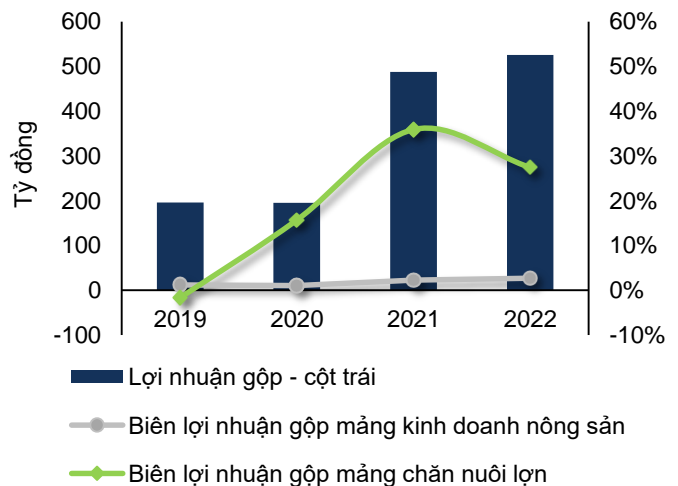
Cụ thể, trong giai đoạn 2019 – 2022:

- (1) Tăng trưởng doanh thu của BAF sụt giảm chủ yếu do doanh nghiệp giảm dần hoạt động thương mại nông sản và tập trung phát triển mở rộng chuỗi 3F (Feed – Farm – Food). Sản lượng nông sản tiêu thụ của BAF giai đoạn 2019 – 2022 giảm mạnh với CAGR: -38,5%/năm, sản lượng lợn tiêu thụ của doanh nghiệp tăng trưởng tích cực từ 80 nghìn con năm 2019 lên hơn 303 nghìn con năm 2022.
- (2) Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ việc tái cấu trúc doanh nghiệp, dịch chuyển dần sang mảng chăn nuôi lợn. Giai đoạn 2020 – 2022, mảng chăn nuôi lợn có biên lợi nhuận gộp cao hơn mảng kinh doanh nông sản trung bình khoảng 17,5 đpt. Nhờ đó, lợi nhuận gộp của BAF tăng trưởng tích cực với CAGR khoảng 39,0%/năm.

**Biểu đồ 4. Sản lượng tiêu thụ sản phẩm của BAF giai đoạn 2019 – 2022**



**Biểu đồ 5. Lợi nhuận gộp của BAF giai đoạn 2019 – 2022**

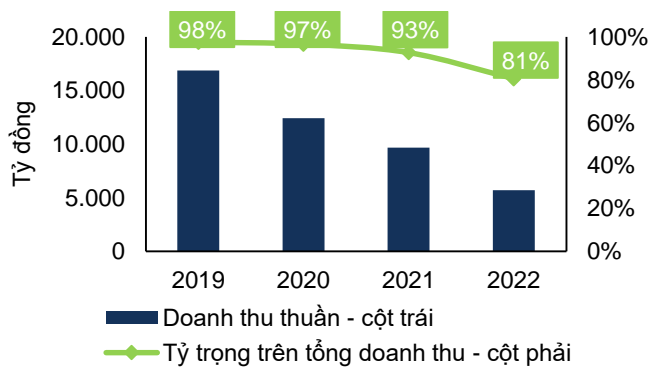


Nguồn: BAF, FPTTS Research

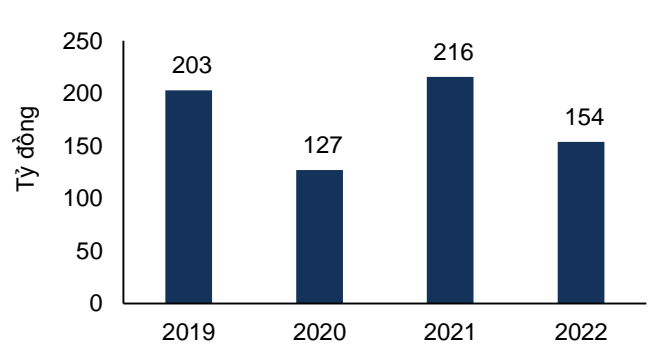
## 1. Mảng thương mại nông sản: Quy mô giảm mạnh trong giai đoạn 2019 – 2022 cùng rủi ro về chất lượng doanh thu ghi nhận giảm dần [\(quay lại phần rủi ro\)](#)

Thương mại nông sản chiếm 81% tổng doanh thu và 29% lợi nhuận gộp của BAF năm 2022. Nông sản tiêu thụ chủ yếu là nguyên liệu thức ăn chăn nuôi (TACN), bao gồm ngô, khô đậu tương và lúa mì (trung bình chiếm lần lượt 88%, 6% và 3% tổng sản lượng tiêu thụ giai đoạn 2019 – 2021). Kể từ năm 2022, BAF chỉ tập trung thương mại mặt hàng ngô hạt. Nông sản sẽ được doanh nghiệp mua từ các đối tác là công ty thương mại trong nước sau đó phân phối lại cho các khách hàng nội địa.

**Biểu đồ 6. Doanh thu thuần mảng nông sản giai đoạn 2019 – 2022**



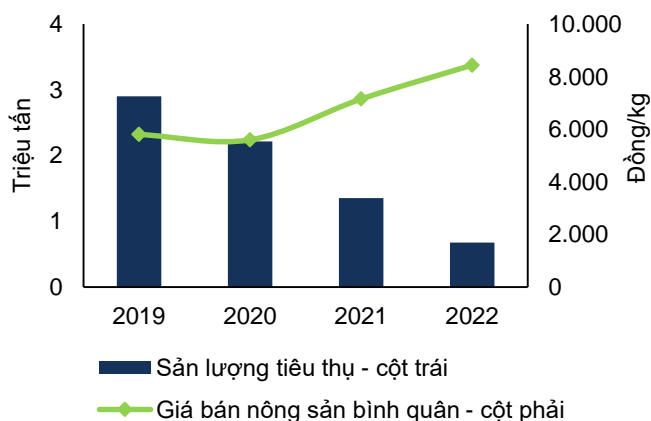
**Biểu đồ 7. Lợi nhuận gộp mảng nông sản giai đoạn 2019 – 2022**



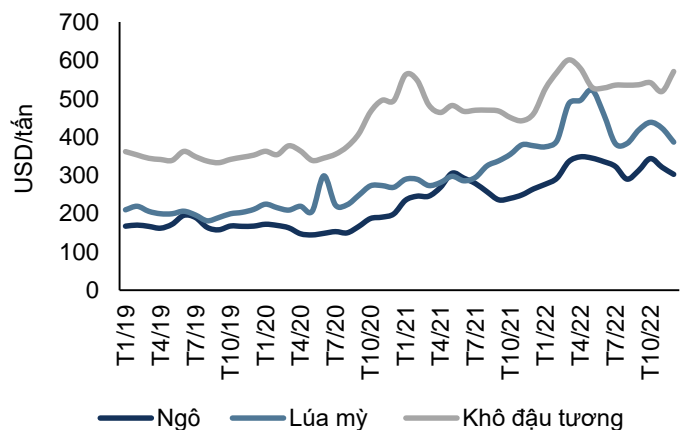
Nguồn: BAF, FPTs Research

**Doanh thu mảng nông sản giảm trung bình 30,3%/năm trong giai đoạn 2019 – 2022.** Do bản chất kinh doanh là hoạt động thương mại, biên lợi nhuận gộp mảng nông sản của BAF thấp, duy trì ở mức 1,2% - 2,7% trong giai đoạn năm 2019 – 2022. Doanh thu thuần năm 2022 đạt 5.708 tỷ đồng (-41,0% yoy), và lợi nhuận gộp đạt 154 tỷ đồng (-27,6% yoy).

**Biểu đồ 8. Sản lượng tiêu thụ và giá bán nông sản của BAF giai đoạn 2019 – 2022**



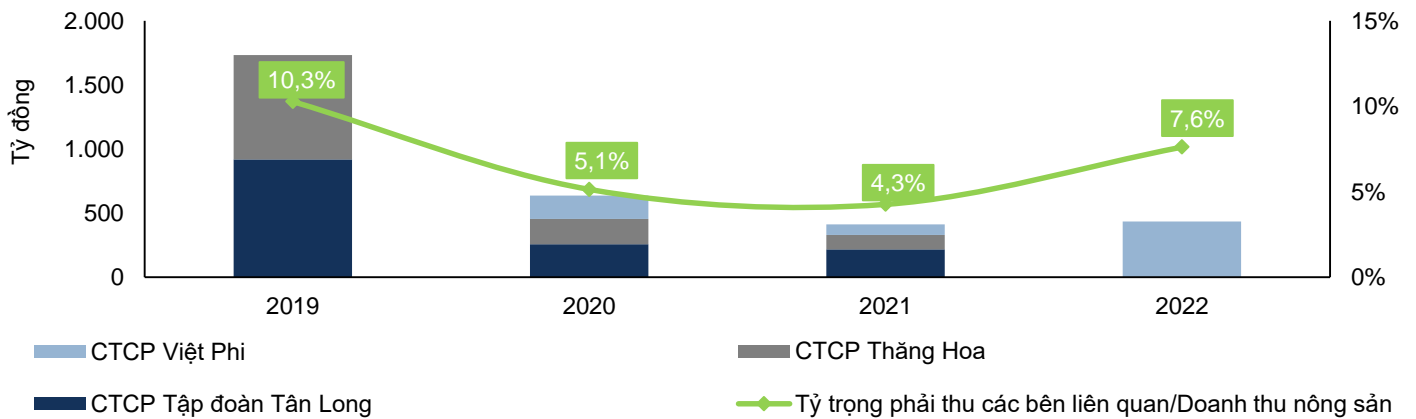
**Biểu đồ 9. Diễn biến giá nông sản thế giới giai đoạn 2019 – 2022**



Nguồn: BAF, World Bank, FPTs Research

**Sản lượng tiêu thụ giảm 50,0% yoy:** Năm 2022, sản lượng tiêu thụ nông sản đạt hơn 676 nghìn tấn (- 50,0% yoy) so với mức 2,9 triệu tấn năm 2019 (trung bình giảm 38,5%/năm).

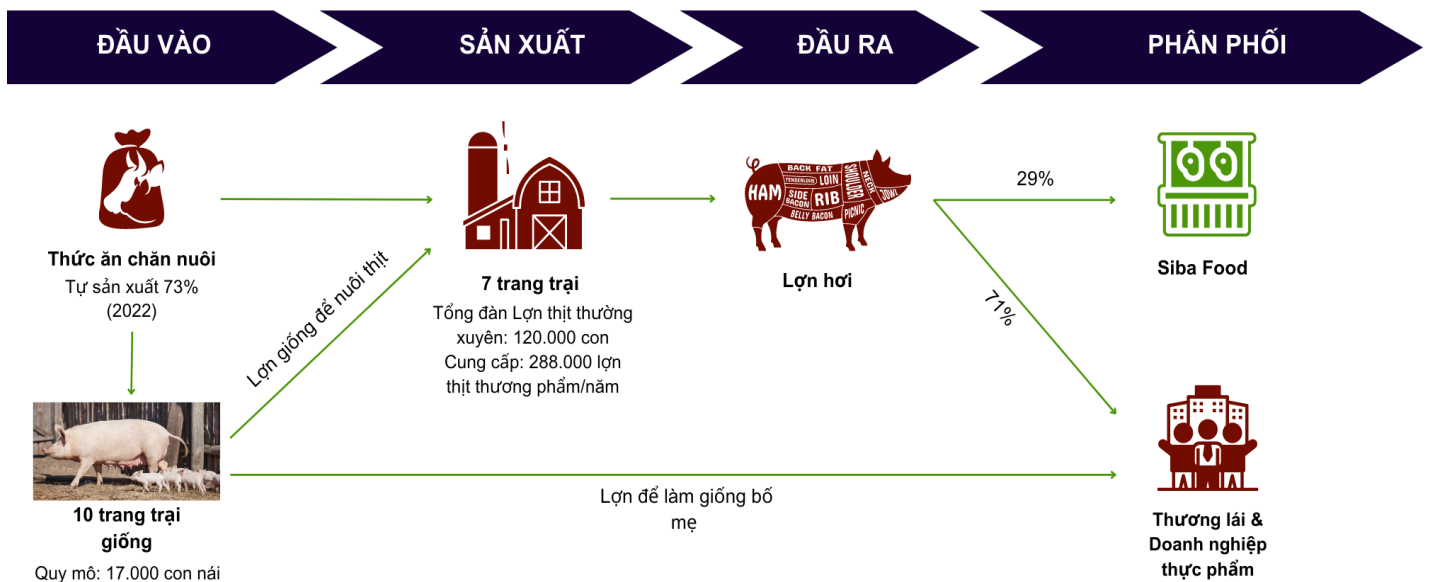
**Giá bán bình quân tăng 33,9% yoy:** Do nguồn cung nguyên liệu thức ăn chăn nuôi trong nước chủ yếu từ nhập khẩu (chiếm 70% nhu cầu nguyên liệu của Việt Nam - theo USDA) nên giá nông sản trong nước phụ thuộc vào biến động giá nông sản thế giới. Giá ngô, lúa mì và khô đậu tương thế giới tăng mạnh lần lượt 90,4%; 39,3% và 79,2% trong giai đoạn 2020 – 2022 do nguồn cung bị gián đoạn bởi (1) thời tiết bất lợi ở các khu vực trồng chính của thế giới và (2) cuộc xung đột chính trị giữa Nga và Ukraine. Theo xu hướng tăng của nông sản thế giới, giá bán bình quân của BAF năm 2022 đạt 8.436 đồng/kg (+33,9% yoy), trung bình tăng 22,7%/năm giai đoạn 2020 – 2022.

**Biểu đồ 10. Khoản phải thu với các bên liên quan của BAF giai đoạn 2019 – 2022**


Nguồn: BCTC BAF

Chúng tôi đánh giá có tồn tại rủi ro về việc ghi nhận doanh thu nông sản của BAF khi các khoản giao dịch với bên liên quan chiếm tỷ trọng khá cao. Tuy nhiên chúng tôi nhận thấy rủi ro này đang giảm dần khi quy mô mảng nông sản của BAF dần thu hẹp theo định hướng chuyển đổi hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Năm 2019, khoản phải thu từ CTCP Tập đoàn Tân Long và CTCP Thăng Hoa (công ty thành viên của tập đoàn) lên đến 1.734 tỷ đồng (chiếm 34,2% khoản phải thu khách hàng) với tỷ trọng trên doanh thu mảng nông sản đạt 10,3%. Năm 2022, khoản phải thu CTCP Việt Phi (công ty thành viên của Tập đoàn Tân Long) xấp xỉ 435 tỷ đồng (chiếm 33,1% khoản phải thu khách hàng) với tỷ trọng trên doanh thu mảng nông sản đạt 7,6%. Cần lưu ý rằng CTCP Việt Phi hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh hạt điều.

## 2. Mảng chăn nuôi – Quy mô tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2019 – 2022 nhờ hưởng lợi từ hệ sinh thái Tập đoàn Tân Long [\(quay lại\)](#)

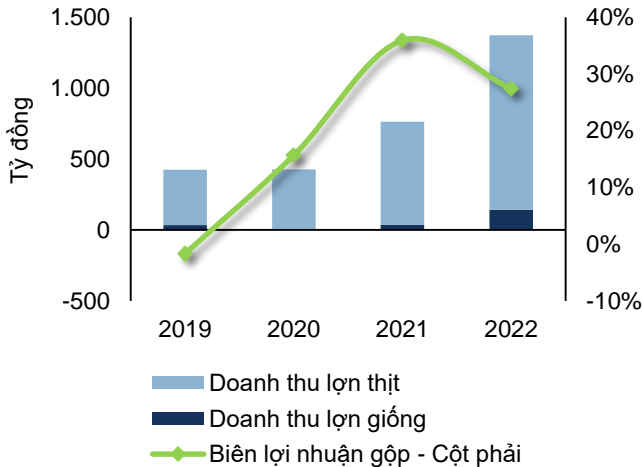
**Hình 1. Chuỗi giá trị chăn nuôi lợn của BAF năm 2022**


Nguồn: FPTs Research

Mảng chăn nuôi chiếm khoảng 19,4% tổng doanh thu và 71,6% lợi nhuận gộp của BAF năm 2022. Nhìn chung BAF là một trong những doanh nghiệp chăn nuôi của Việt Nam có thể khép kín gần như hoàn toàn chuỗi giá trị 3F (Feed – Farm – Food) từ khâu tự sản xuất thức ăn chăn nuôi, chăn nuôi lợn giống, chăn nuôi lợn thịt thương phẩm cho đến khâu chế biến và tiêu thụ. Với lợi thế của việc khép kín chuỗi giá trị, BAF có thể kiểm soát toàn bộ quá trình sản xuất, do đó đảm bảo cho công tác theo dõi, quản lý chất lượng sản phẩm.

**Màng chăn nuôi lợn đạt mức tăng trưởng cao trong giai đoạn 2019 – 2022 nhờ lợi thế từ hệ sinh thái Tập đoàn Tân Long.**

**Biểu đồ 11. Doanh thu và biên lợi nhuận gộp màng chăn nuôi lợn của BAF**



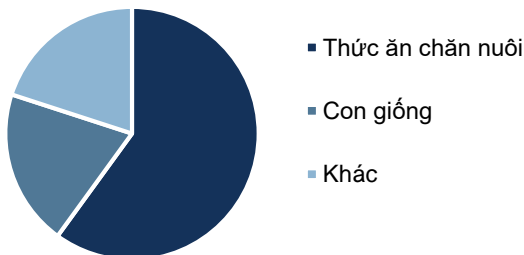
Nguồn: BAF, FPTTS Research

Giai đoạn 2019 – 2022, doanh thu và lợi nhuận gộp màng chăn nuôi heo tăng trưởng cao do định hướng mở rộng quy mô chăn nuôi theo chuỗi 3F. Cụ thể, tới năm 2022, doanh thu từ màng chăn nuôi heo đạt 1.373 tỷ đồng (+80,0% yoy) với tốc độ tăng trưởng bình quân đạt 47,8%/năm giai đoạn 2019 – 2022. Lợi nhuận gộp đạt 376 tỷ đồng (+37,2% yoy), tăng gấp 5,65 lần so với mức 67 tỷ đồng năm 2020.

Xét về tỷ trọng, lợn thịt chiếm bình quân 90% doanh thu và 63% lợi nhuận gộp màng chăn nuôi của BAF giai đoạn 2019 – 2022. **Với đặc điểm cơ cấu doanh thu và lợi nhuận như trên trong khuôn khổ báo cáo này, chúng tôi sẽ tập trung phân tích tình hình hoạt động cũng như đưa ra dự phóng chi tiết cho mảng lợn thịt – động lực tăng trưởng chính yếu của BAF.**

## 2.1. Hoạt động đầu vào

**Biểu đồ 12. Cơ cấu chi phí chăn nuôi lợn thịt của BAF**



Nguồn: FPTTS Research

Thức ăn chăn nuôi và con giống là hai thành phần chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu chi phí chăn nuôi lợn. Chúng tôi ước tính, **chi phí thức ăn chăn nuôi và chi phí con giống chiếm lần lượt 60% và 20% cơ cấu chi phí chăn nuôi lợn thịt của BAF.**

Năm 2022, BAF đã tự chủ được 100% con giống và 73% TACN. Cùng với việc hưởng lợi từ hệ sinh thái của Tập đoàn Tân Long, giá thành chăn nuôi lợn thịt của doanh nghiệp ước tính thấp hơn 18% so với thị trường.

### 2.1.1. Thức ăn chăn nuôi: tự sản xuất 73%, nguồn cung nguyên liệu giá rẻ nhờ nằm trong hệ sinh thái của Tập đoàn Tân Long ([quay lại Hoạt động đầu ra](#)) ([quay lại Kênh bán buôn](#)) ([quay lại Triển vọng](#))

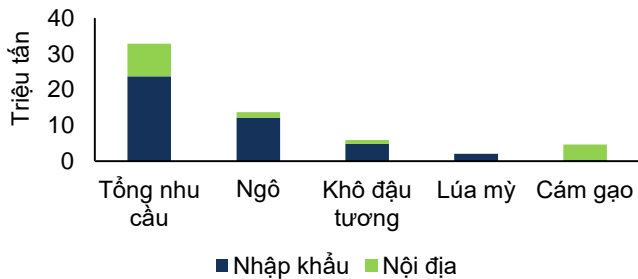
#### ➤ BAF tự sản xuất TACN – đáp ứng 73% tổng nhu cầu cho hệ thống trang trại của doanh nghiệp

BAF nhập nguyên liệu sản xuất TACN từ Tập đoàn Tân Long, sau đó đưa vào 2 nhà máy cám Phú Mỹ và Tây Ninh phối trộn và phân phối đến các trang trại của doanh nghiệp. Năm 2021, nhà máy cám Phú Mỹ (vận hành với hiệu suất 59% CSTK) đã đáp ứng 60% nhu cầu TACN của doanh nghiệp. Trong năm 2022, BAF đưa vào vận hành nhà máy TACN Tây Ninh với công suất 200.000 tấn/năm. Tổng sản lượng sản xuất của cả 2 nhà máy đạt gần 60 nghìn tấn TACN (tương đương 23% tổng công suất), ước tính đáp ứng khoảng 73% tổng nhu cầu nội bộ của BAF năm 2022. Phần còn lại BAF mua từ các nhà cung cấp TACN lớn trong nước như Cargill Việt Nam (ước tính chiếm khoảng 5% thị phần TACN năm 2022), De Heus (ước tính chiếm khoảng 12% thị phần TACN năm 2022),...

Đầu năm 2023, BAF đưa vào vận hành thêm 1 nhà máy sản xuất TACN ở Nghệ An với công suất 180.000 tấn/năm, nâng tổng công suất TACN lên 440.000 tấn/năm (+69,2% yoy). Chúng tôi kỳ vọng, việc đưa vào hoạt động nhà máy Nghệ An sẽ giúp BAF tự chủ hoàn toàn thức ăn chăn nuôi đầu vào trong năm nay.

➤ BAF tối thiểu hóa được chi phí chăn nuôi lợn thịt nhờ nguồn cung nguyên liệu TACN giá rẻ từ Tập đoàn Tân Long

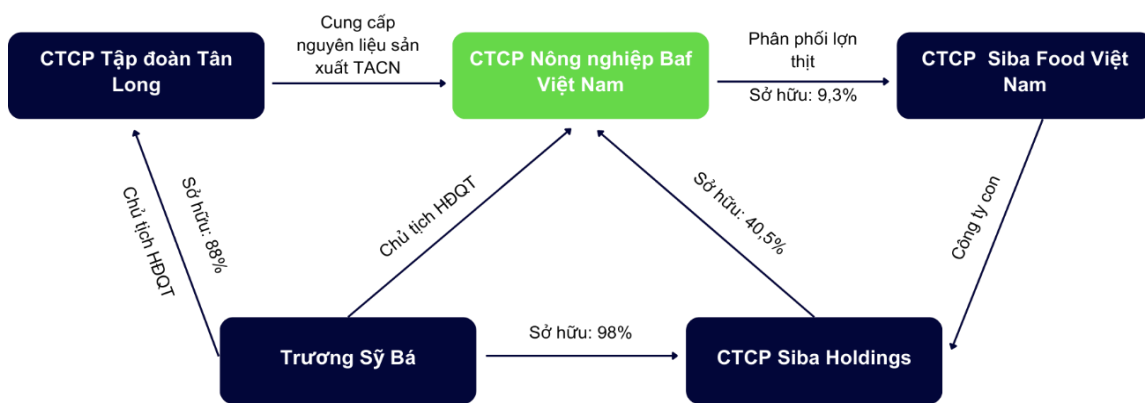
**Biểu đồ 13. Nhu cầu sử dụng một số nguyên liệu phối trộn TACN của Việt Nam ước tính năm 2022**



Nguồn: Agromonitor, FPTs Research

**Nguồn TACN phục vụ nhu cầu đầu vào của ngành chăn nuôi Việt Nam phụ thuộc chủ yếu vào nhập khẩu.** Tổng nhu cầu nguyên liệu TACN trong nước năm 2022 đạt hơn 32 triệu tấn trong đó nguồn nội địa đáp ứng được 37% còn lại nhập khẩu từ nước ngoài (theo Agromonitor). Ngô, lúa mì và khô đậu tương là 3 nguyên liệu chính được sử dụng trong mảng sản xuất TACN của Việt Nam. Năm 2022, ước tính nguồn cung ngô và khô đậu tương nội địa chỉ đáp ứng lần lượt 11,4% và 18,5% nhu cầu trong nước. Riêng lúa mì chưa sản xuất được trong nước, phải nhập khẩu 100% từ nước ngoài.

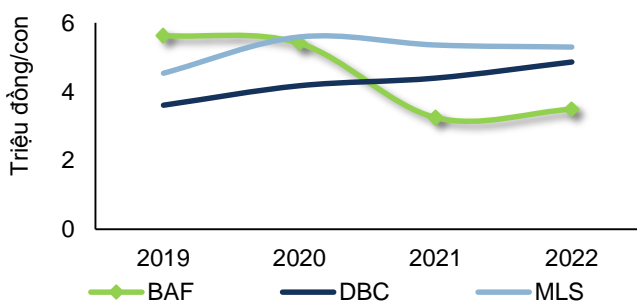
**Hình 2. Mối quan hệ giữa BAF và Tập đoàn Tân Long** [\(quay lại phần Hoạt động đầu ra\)](#)



Nguồn: BAF, FPTs Research

**Nguyên liệu sản xuất TACN (ngô, lúa mì và khô đậu tương) của BAF chủ yếu là nguồn nhập khẩu và được cung cấp bởi Tập đoàn Tân Long – một trong những doanh nghiệp thương mại nông sản lớn nhất Việt Nam.** Năm 2022, Tân Long nhập khẩu hơn 1,2 triệu tấn nguyên liệu TACN (tương đương 5,3% tổng sản lượng nhập của Việt Nam), là doanh nghiệp nhập khẩu nông sản lớn thứ 2 cả nước (theo Agromonitor).

**Biểu đồ 14. Chi phí chăn nuôi lợn thịt bình quân của một số doanh nghiệp niêm yết**



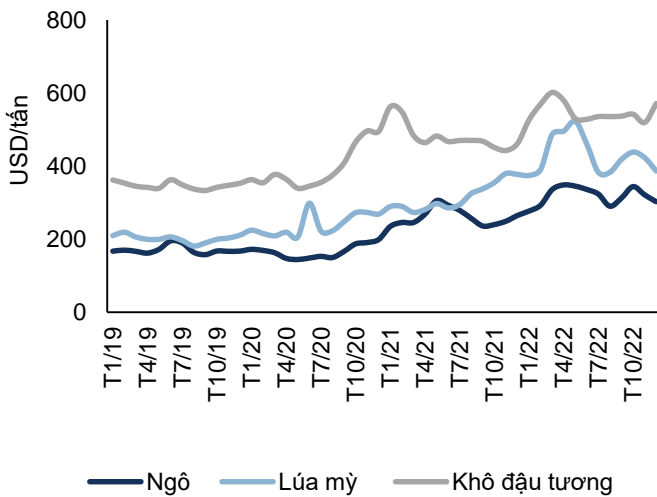
Nguồn: FPTs Research

\*Trong chi phí chăn nuôi lợn thịt, thức ăn chăn nuôi chiếm khoảng 60%-65%

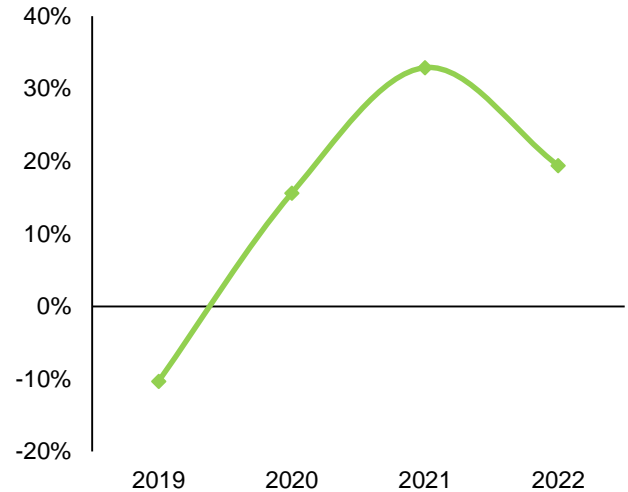
**BAF được hưởng ưu đãi về giá từ Tân Long. Doanh nghiệp chia sẻ, nguồn nông sản từ Tân Long có giá thấp hơn 10% - 15% so với giá ngoài thị trường.** Cùng với việc đưa vào hoạt động 2 nhà máy sản xuất TACN (năm 2022 đáp ứng 73% tổng nhu cầu cám), BAF đã tận dụng được lợi thế nguồn nguyên liệu giá rẻ từ hệ sinh thái Tân Long. Chi phí chăn nuôi bình quân cho 1 con lợn thịt xuất chuồng của BAF (trong đó 60% là chi phí TACN) giai đoạn 2021 - 2022 thấp hơn so với DBC và MLS (cả 2 doanh nghiệp trên đều có năng lực tự sản xuất TACN tuy nhiên vẫn phải phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu với biến động giá cao).

- **Giá nguyên liệu TACN năm 2022 tăng cao khiến biên lợi nhuận gộp mảng lợn thịt của BAF giảm 13,5 đpt yoy**

**Biểu đồ 15. Biến động giá nông sản thế giới theo tháng giai đoạn 2019 – 2022**



**Biểu đồ 16. Biên lợi nhuận gộp mảng lợn thịt của BAF giai đoạn 2019 – 2022**



*Nguồn: World Bank, BAF, FPTs Research*

Năm 2022, giá ngô, lúa mỳ và khô đậu tương thế giới bình quân tăng lần lượt 20,4%; 36,4% và 13,5% yoy trong bối cảnh nguồn cung bị thiếu hụt do (1) thời tiết cực đoan ở các khu vực Nam Mỹ (vùng trồng chính của thế giới) và (2) cuộc xung đột chính trị giữa Nga và Ukraine khiến hoạt động giao dịch nông sản bị gián đoạn. Tổng chi phí TACN bình quân cho 1 con heo thịt xuất chuồng của BAF năm 2022 ước tính đạt gần 2.098.000 đồng/con (+7,5% yoy). Cùng với áp lực từ giá bán heo thịt giảm 10,5% yoy theo đà giảm ngoài thị trường, biên lợi nhuận gộp mảng heo thịt của BAF sụt giảm 13,5 đpt từ mức 32,9% năm 2021 xuống mức 19,4% năm 2022.

**Chúng tôi đánh giá, Tân Long khó kiểm soát được giá nông sản do nguồn nông sản thương mại của doanh nghiệp chủ yếu là nguồn nhập khẩu với biến động giá mạnh ([chi tiết giá nông sản](#)). Vì vậy, chúng tôi cho rằng Tân Long sẽ khó duy trì việc liên tục cung cấp nông sản cho BAF với mức giá thấp hơn thị trường trong dài hạn.**

### 2.1.2. Con giống: tự sản xuất 100% - phục vụ nhu cầu của các trại nội bộ

**BAF sở hữu 10 trang trại chăn nuôi lợn giống với quy mô đàn nái đạt 17.000 con, đáp ứng 100% nhu cầu giống của doanh nghiệp.**

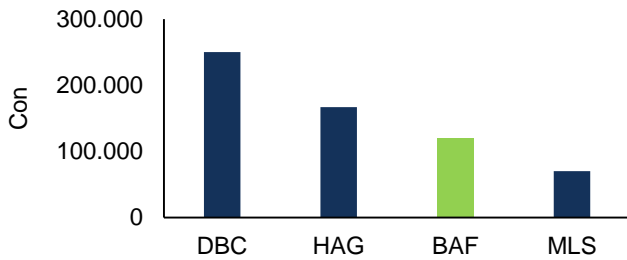
Để bắt đầu chiến lược phát triển trang trại theo mô hình tiêu chuẩn 3F, cuối tháng 11/2019 BAF nhập khẩu thành công lô 1.200 lợn giống cụ kỵ chất lượng cao của Tập đoàn Genesus (Top 3 công ty nghiên cứu di truyền về giống lợn lớn nhất thế giới). Năm 2022, quy mô đàn lợn nái chất lượng cao của BAF đã đạt 17.000 con với năng suất giống trung bình ước tính đạt 27,5 lợn giống/con nái/năm, tương đương với năng suất giống của DBC là 28,5 lợn giống/con nái/năm và cao hơn so với năng suất bình quân cả nước là 22,5 - 23 lợn giống/con nái/năm. Nhờ năng suất giống cao, hiện tại BAF đã tự chủ hoàn toàn con giống đáp ứng nhu cầu của toàn hệ thống trang trại.

Ngoài ra BAF cũng tiến hành thương mại lợn giống cho các thương lái. Chúng tôi ước tính, sản lượng lợn giống bán ra năm 2022 chiếm khoảng 5% tổng lợn giống sản xuất của doanh nghiệp. Nguồn doanh thu mang lại từ hoạt động thương mại con giống năm 2022 chiếm khoảng 2% tổng doanh thu hợp nhất tương đương với hơn 142 tỷ đồng.

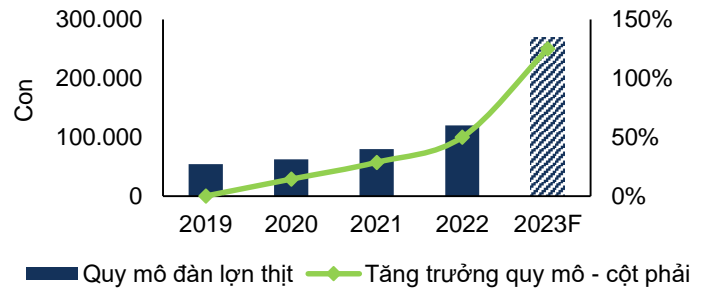


## 2.2. Hoạt động sản xuất

**Biểu đồ 17. Quy mô đàn lợn thịt năm 2022 của một số doanh nghiệp niêm yết**



**Biểu đồ 18. Tăng trưởng quy mô đàn lợn thịt của BAF**



Nguồn: FPT S Research

**Quy mô chăn nuôi của BAF tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2019 – 2022.** Năm 2022, BAF sở hữu 7 trang trại chăn nuôi lợn thịt với quy mô 120.000 con (CAGR = 30,2%/năm giai đoạn 2019 – 2022), ước tính cung cấp cho thị trường khoảng 28.800 tấn lợn thịt/năm. Quy mô đàn lợn thịt của BAF năm 2022 ước tính bằng 48% quy mô đàn lợn thịt của DBC và bằng 72% quy mô của HAG. Tăng trưởng công suất chăn nuôi giúp doanh thu mảng lợn thịt của BAF tăng trưởng 46,5%/năm giai đoạn 2019 – 2022.

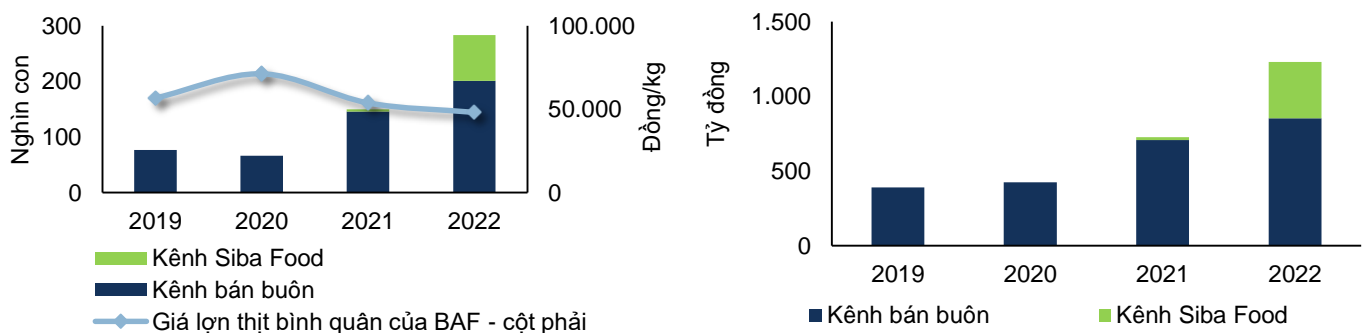
Năm 2022, BAF triển khai xây dựng Dự án các trang trại lợn thịt gồm Trang trại Xanh 2 (Tây Ninh), Tân Châu (Tây Ninh), Hải Đăng (Tây Ninh) và Giai Xuân (Nghệ An) với tổng quy mô 210.000 lợn thịt. Trong Q2/2023, BAF đã đưa vào hoạt động Trang trại Xanh 2 với quy mô đàn lợn thịt đạt 30.000 con. Các trang trại còn lại vẫn đang trong quá trình hoàn thiện, doanh nghiệp dự kiến đưa vào hoạt động trong năm 2023. Theo chia sẻ của doanh nghiệp, các trang trại mới đưa vào hoạt động dự kiến sẽ nâng tổng đàn lợn thịt của BAF cuối năm 2023 lên 270.000 con, tăng gấp 1,25 lần năm 2022.

## 2.3. Hoạt động đầu ra

### ➤ BAF tiêu thụ heo thịt qua 2 kênh phân phối trong đó kênh bán buôn chiếm tỷ trọng lớn nhất

Sản phẩm đầu ra của BAF chủ yếu là lợn thịt. Lợn được doanh nghiệp phân phối qua các công ty thực phẩm và qua thương lái bán buôn. Kể từ năm 2021, BAF mở rộng thêm kênh phân phối qua Siba Food – công ty thuộc cùng hệ sinh thái của Tập đoàn Tân Long ([chi tiết](#)). Năm 2022, sản lượng heo thịt phân phối qua kênh bán buôn (thương lái và các doanh nghiệp thực phẩm) ước tính chiếm 71% tổng sản lượng tiêu thụ tương đương với 69% tổng doanh thu mảng heo thịt. Phần còn lại được doanh nghiệp phân phối qua Siba Food. Theo chia sẻ của doanh nghiệp, giá bán lợn thịt cho Siba Food chỉ cao hơn so với giá ở kênh bán buôn khoảng 3% - 4%.

**Biểu đồ 19. Sản lượng tiêu thụ (trái) và doanh thu (phải) mảng lợn thịt theo kênh bán hàng của BAF**



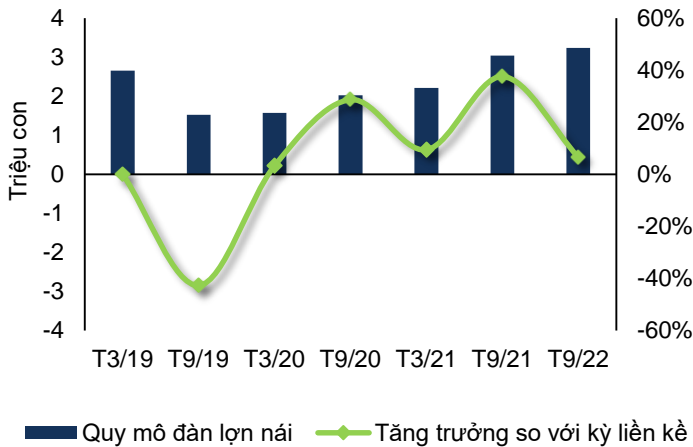
Nguồn: BAF, FPT S Research

**Giai đoạn 2020 – 2022, doanh thu mảng lợn thịt của BAF đạt mức tăng trưởng 70,1%/năm.** Trong đó, sản lượng lợn thịt tiêu thụ tăng 111,8%/năm nhờ (1) mở rộng thêm kênh bán lẻ heo thịt qua việc liên kết với Siba Food từ năm 2021 và (2) kênh bán buôn qua thương lái và các doanh nghiệp thực phẩm phát triển tốt nhờ giá bán cạnh tranh. Giá bán lợn thịt bình quân của doanh nghiệp giai đoạn 2020 – 2022 giảm 16,1%/năm theo xu hướng giảm của giá lợn hơi ngoài thị trường.

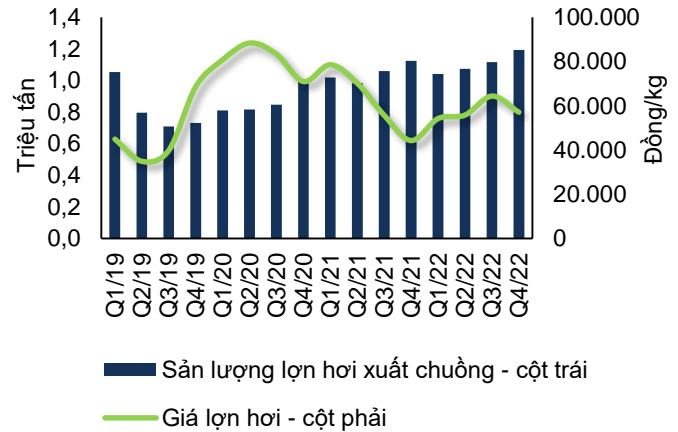
### 2.3.1. Kênh bán buôn: sản lượng lợn thịt tiêu thụ tăng cao nhờ lợi thế cạnh tranh về giá trong bối cảnh ngành dư cung

- Nguồn cung trong nước dồi dào trong khi sức tiêu thụ thấp khiến giá lợn hơi bình quân năm 2022 giảm 8,5% yoy.

**Biểu đồ 20. Biến động tổng đàn lợn nái của Việt Nam giai đoạn 2019 – 2022**



**Biểu đồ 21. Sản lượng lợn hơi xuất chuồng và biến động giá lợn hơi của Việt Nam**



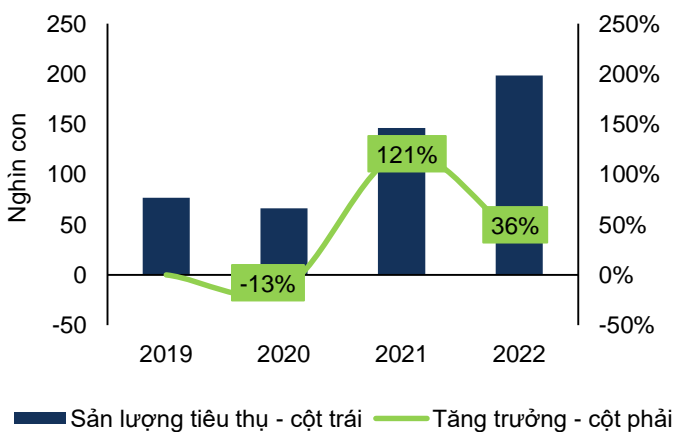
Nguồn: Agromonitor, Tổng cục thống kê, FPTs research

**Năm 2022**, giá lợn hơi có sự phục hồi từ mức đáy của Q4/2021 tuy nhiên bình quân cả năm vẫn thấp hơn 8,5% yoy do nguồn cung dồi dào trong khi sức tiêu thụ thấp. Mức độ tài đàn trong năm giảm tốc khi áp lực chi phí TACN đầu vào tăng cao. Tháng 9 năm 2022, tổng đàn nái cả nước đạt hơn 3,2 triệu con (+7% yoy), thấp hơn mức tăng 50% tại cùng kỳ năm 2021. Sản lượng lợn hơi xuất chuồng năm 2022 đạt xấp xỉ 4,43 triệu tấn (+6% yoy). Sản lượng tiêu thụ năm 2022 ước tính đạt 4,36 triệu tấn thịt lợn hơi (theo OECD), tăng 4,4% yoy thấp hơn so với mức tăng trưởng 6,0% yoy của năm 2021 do kinh tế khó khăn khiến người dân thắt chặt chi tiêu. Giá lợn hơi bình quân cả năm đạt 57.000 đồng/kg (-8,5% yoy).

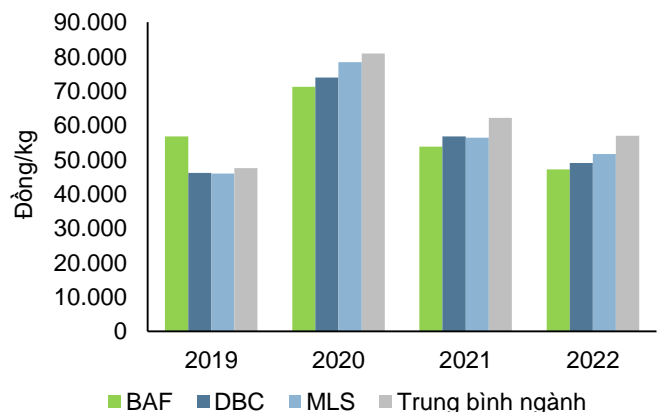
- Sản lượng lợn thịt tiêu thụ của BAF tăng cao trong giai đoạn 2021 – 2022 nhờ khả năng cạnh tranh về giá

Sản lượng tiêu thụ lợn thịt qua kênh bán buôn của BAF tăng mạnh, ước tính từ mức hơn 66 nghìn con năm 2020 lên mức 200 nghìn con năm 2022 (trung bình tăng 74,1%/năm) nhờ giá bán thấp.

**Biểu đồ 22. Sản lượng lợn thịt tiêu thụ qua kênh bán buôn của BAF giai đoạn 2019 – 2022**



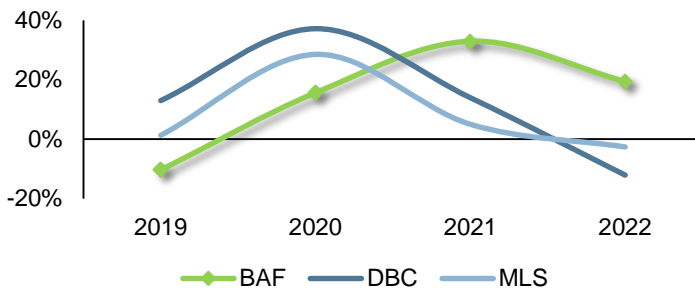
**Biểu đồ 23. Giá bán lợn thịt của một số doanh nghiệp niêm yết giai đoạn 2019 – 2022**



Nguồn: BAF, FPTs Research

Giai đoạn 2021-2022, giá bán lợn thịt của BAF có xu hướng giảm theo giá thị trường. Mức giá bình quân cả năm 2022 ước tính đạt 47.175 đồng/kg (-10,5% yoy). So với một số doanh nghiệp cùng ngành, BAF có giá bán lợn thịt thấp hơn trong giai đoạn 2021 – 2022 (giá bán thịt bình quân của BAF ước tính thấp hơn 4% so với DBC và thấp hơn 7% so với MLS). Với việc giá bán thấp hơn so với đối thủ cùng ngành trong bối cảnh ngành dư cung giúp thị phần tiêu thụ lợn thịt của BAF ước tính tăng từ mức 0,16% năm 2020 lên mức 0,35% năm 2021 và 0,45% năm 2022.

**Biểu đồ 24. Biên lợi nhuận gộp mảng lợn thịt của một số doanh nghiệp niêm yết giai đoạn 2019 – 2022**



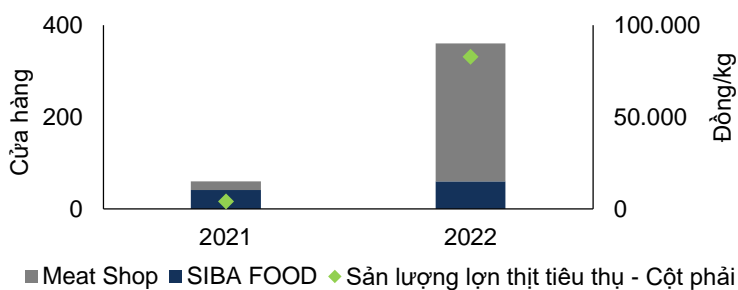
Nguồn: FPT S Research

Mặc dù giá bán thấp, biên lợi nhuận gộp của BAF giai đoạn 2021 – 2022 vẫn cao hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành. Kết quả trên là do BAF có thể tiết giảm chi phí đầu vào nhờ nhập nguyên liệu TACN từ Tập đoàn Tân Long với giá thấp hơn 10% - 15% so với thị trường ([chi tiết](#)). Trong khi đó DBC và MLS phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu TACN nhập khẩu với biến động giá lớn.

### 2.3.2. Kênh bán lẻ: sản lượng tiêu thụ tăng trưởng mạnh do đối tác Siba Food tích cực mở rộng thị phần thịt lợn thương hiệu

Đầu năm 2021, BAF liên kết với Siba Food mở rộng thêm kênh tiêu thụ thịt heo giết mổ qua hệ thống cửa hàng Siba Food và các quầy thịt Meat Shop ([Sơ lược về cửa hàng Siba Food và MeatShop](#)). Lợn sống sẽ được BAF bán cho Siba với giá cao hơn so với giá bán cho thương lái khoảng 3% - 4%. Siba sẽ tự giết mổ, chế biến thành lợn mảnh và phân phối tại các cửa hàng Siba Food và Meat Shop. Thịt lợn tiêu thụ qua 2 cửa hàng trên 100% mang thương hiệu BaF (Baf Meat).

**Biểu đồ 25. Hệ thống kênh bán lẻ và sản lượng lợn thịt tiêu thụ qua Siba Food của BAF**

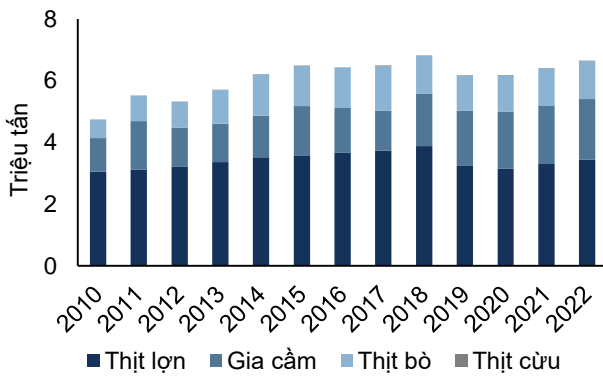
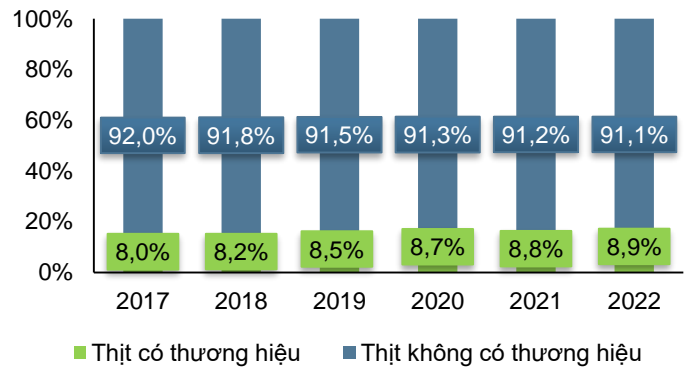


Nguồn: FPT S Research

Giai đoạn 2021 – 2022, sản lượng lợn thịt BAF tiêu thụ qua Siba Food tăng trưởng mạnh nhờ Siba Food tích cực mở rộng thị phần thịt lợn thương hiệu bằng chính sách bán hàng với giá thấp trong bối cảnh ngành cạnh tranh cao. Số lượng cửa hàng Siba Food tăng từ 41 cửa hàng năm 2021 lên 60 cửa hàng năm 2022 và số quầy Meat Shop năm 2022 tăng gần 16 lần so với năm 2021 lên 300 quầy. Sản lượng thịt tiêu thụ qua Siba Food của BAF năm 2022 ước tính đạt hơn 82 nghìn con, tăng 21,2 lần so với năm 2021.

### ➤ Xu hướng tiêu dùng thịt thương hiệu trong nước ngày càng tăng, trong đó thịt lợn có thương hiệu có dự địa tăng trưởng 10% - 15% mỗi năm

Thịt là một trong những mặt hàng tiêu dùng thiết yếu của người dân Việt Nam. Năm 2022, tổng sản lượng thịt tiêu thụ của Việt Nam ước tính đạt xấp xỉ 6,7 triệu tấn, tăng 2,9%/năm giai đoạn 2010-2022. Trong đó sản lượng thịt lợn tiêu thụ chiếm bình quân 56%. Thịt được người dân tiêu dùng chủ yếu là thịt ăm không thương hiệu, được giết mổ trong ngày ở quy mô nhỏ, vệ sinh an toàn thực phẩm thấp, bày bán chủ yếu ở các chợ truyền thống có nguy cơ truyền nhiễm dịch bệnh cao. Tuy nhiên, thu nhập và nhận thức về sức khỏe của người Việt Nam ngày càng tăng, dẫn đến nhu cầu thịt sạch ngày càng tăng lên. Theo Euromonitor, mặc dù thịt có thương hiệu chiếm rất nhỏ trong thị phần thịt ở Việt Nam, tuy nhiên ngày càng phổ biến trong tiêu dùng hàng ngày của người dân. Năm 2022, tỷ trọng thịt có thương hiệu chiếm khoảng 8,9% (tăng 0,1 đpt yoy và tăng 0,9 đpt so với năm 2017) trong tổng sản lượng thịt tiêu thụ của Việt Nam.

**Biểu đồ 26. Sản lượng thịt tiêu thụ của Việt Nam**

**Biểu đồ 27. Cơ cấu thịt tiêu thụ của Việt Nam**


Nguồn: OECD, Euromonitor, FPTs Research

**Cùng với xu hướng của ngành, nhu cầu tiêu thụ thịt lợn có thương hiệu của Việt Nam ngày càng tăng.** Một báo cáo được công bố bởi IOPscience năm 2023<sup>1</sup> đã đánh giá mức độ sẵn sàng chi trả cho thịt lợn sạch ở khu vực miền Nam Việt Nam. Kết quả chỉ ra rằng, người tiêu dùng sẵn sàng chi trả thêm 32,6% cho thịt lợn có truy xuất nguồn gốc; 31,1% cho thịt có nhãn xác nhận an toàn và 24,9% cho thịt lợn có thương hiệu. Theo IPSOS Việt Nam, phân khúc thịt lợn thương hiệu hiện chiếm khoảng 10% tổng sản lượng thịt heo tiêu thụ của Việt Nam và vẫn còn dư địa tăng trưởng 10% - 15% mỗi năm.

➤ **Cạnh tranh gia tăng trên thị trường thịt lợn thương hiệu**

Cạnh tranh ngày càng tăng cao do (1) quy mô thị trường còn nhỏ khi thịt lợn có thương hiệu mới chỉ chiếm khoảng 10% trong hơn 3 triệu tấn thịt lợn tiêu thụ năm 2022 và (2) ngày càng có nhiều doanh nghiệp tham gia thị trường.

**Các doanh nghiệp trong mảng thịt lợn thương hiệu của Việt Nam**

Doanh nghiệp	CP Food	Green Feed	Masan Meatlife	CJ Vina	Siba Food	Hoàng Anh Gia Lai
Năm gia nhập	2012	2018	2019	2020	2021	2022
Tên thương hiệu	CP	G Kitchen Mamachoice	Meat Deli	Meat Master	BaF "Heo ăn chay"	Babi "Heo ăn chuối"
Cửa hàng bán lẻ có thương hiệu	67 C.P. Fresh Mart	29 cửa hàng G Kitchen	130 siêu thị WinMart 3.268 Winmart +	3 cửa hàng Meat Master	60 cửa hàng Siba Food 300 quầy Meat Shop	33 cửa hàng Bapi Food
Hệ thống phân phối	Các siêu thị lớn và các cửa hàng bán lẻ trên toàn quốc	Các cửa hàng G Kitchen và các điểm bán Mamachoice	Hệ thống siêu thị Winmart và các siêu thị lớn khác	Các cửa hàng Meat Master và hệ thống cửa hàng Pork Shop	Các cửa hàng Siba Food và Meat shop	Các cửa hàng Bapi Food

Nguồn: FPTs Research

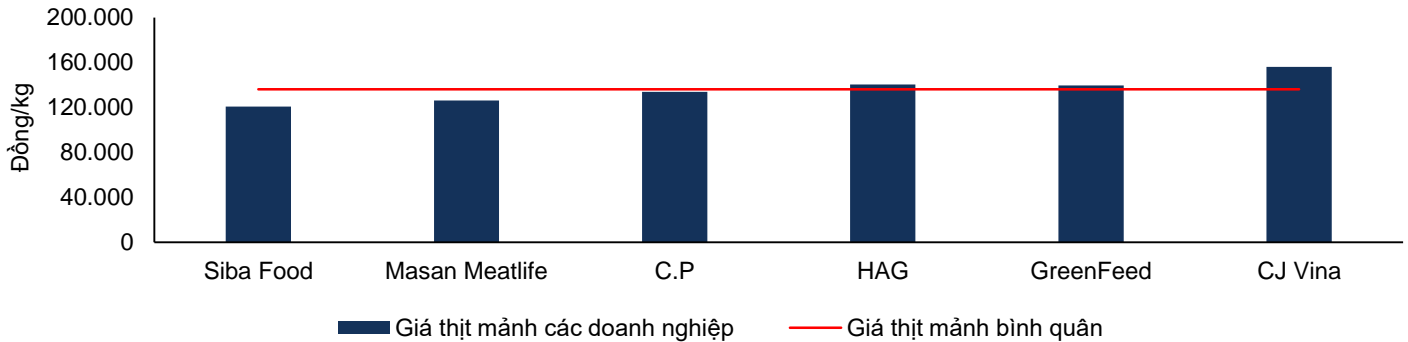
Sự phát triển của mảng thịt thương hiệu đã thu hút rất nhiều các doanh nghiệp trong và ngoài nước gia nhập. Thị trường thịt lợn có thương hiệu thời gian qua đã được định hình với nhiều công ty lớn như CP Food, GreenFeed, Japfa, CJ Vina, Dabaco, ... Trong đó CP Food đang là doanh nghiệp dẫn đầu với thị phần ước tính 17 - 18%, sản

<sup>1</sup> Mai, D. Q., et al. "Consumers' willingness to pay for pork safety in the Southeast region of Vietnam." *IOP Conference Series: Earth and Environmental Science*. Vol. 1155. No. 1. IOP Publishing, 2023.

phẩm của CP có ở hầu hết các siêu thị lớn và các cửa hàng bán lẻ trên toàn quốc. Các doanh nghiệp nội địa như Dabaco, Masan Meatlife, HAG, BAF,... cũng tích cực gia nhập ngành thịt lợn thương hiệu. Cuối năm 2019, MML cho ra mắt thương hiệu thịt lợn mát MeatDeli. Tính đến hiện tại thịt lợn MeatDeli ước tính chiếm khoảng 2 - 3% thị phần thịt lợn thương hiệu cả nước. Tháng 9/2022, sản phẩm heo ăn chuỗi của Tập đoàn Hoàng Anh Gia Lai chính thức ra mắt thị trường với sản phẩm chủ lực là thịt lợn mảnh.

➤ **Giá bán thấp giúp Siba Food mở rộng nhanh hệ thống kênh bán lẻ**

**Biểu đồ 28. Giá thịt lợn mảnh của các doanh nghiệp chăn nuôi**



Nguồn: FPT S Research

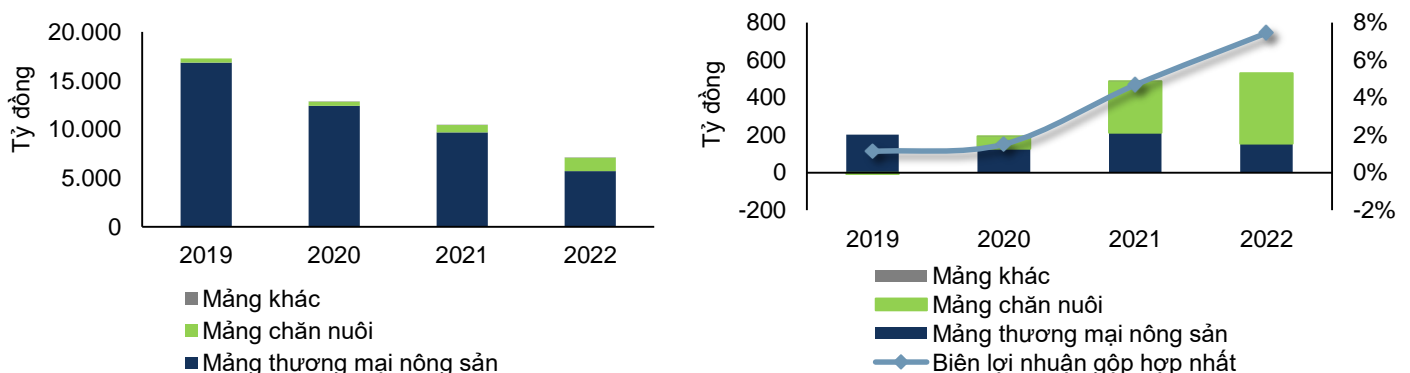
\*Giá bán lợn mảnh được chúng tôi ước tính từ giá 3 loại thịt được tiêu dùng phổ biến gồm ba chỉ, nạc vai và đùi

**Lợi thế cạnh tranh từ giá bán thấp giúp Siba Food nhanh chóng mở rộng kênh bán lẻ từ 60 cửa hàng năm 2021 lên 360 cửa hàng năm 2022.** Giá bán thịt mảnh của Siba Food bình quân ước đạt 121.000 đồng/kg, thấp hơn 4,2% so với Masan Meatlife và thấp hơn 9,7% so với C.P (doanh nghiệp chiếm thị phần lớn nhất mảng thịt lợn thương hiệu). Chúng tôi cho rằng, trong bối cảnh mảng thịt lợn thương hiệu cạnh tranh ngày càng cao, Siba Food bán thịt với giá thấp hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành để mở rộng thị phần. Chúng tôi ước tính thị phần thịt lợn thương hiệu của Siba Food tăng từ 0,08% năm 2021 lên 1,69% năm 2022.

### III. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

#### 1. Quy mô doanh thu giảm mạnh tuy nhiên biên lợi nhuận gộp tăng trưởng tốt nhờ chuyển đổi mô hình kinh doanh

**Biểu đồ 29. Doanh thu (trái) và lợi nhuận gộp (phải) của BAF giai đoạn 2019 – 2022**



Nguồn: BAF, FPT S Research

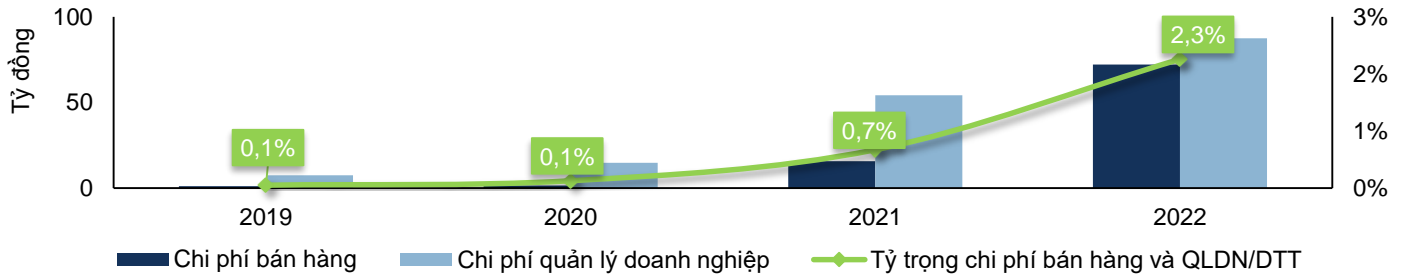
Kết thúc năm 2022, doanh thu thuần hợp nhất của BAF đạt 7.083 tỷ đồng (-32,1% yoy). Quy mô doanh thu sụt giảm mạnh giai đoạn 2019 – 2022 với mức tăng trưởng kép CAGR: -25,7%/năm do doanh nghiệp chủ trương chuyển dịch mô hình kinh doanh, giảm dần mảng thương mại nông sản để tập trung mở rộng hoạt động chăn nuôi lợn. Doanh thu thương mại nông sản sụt giảm với mức -30,3%/năm. Doanh thu từ chăn nuôi lợn đạt mức tăng trưởng ấn tượng 47,8%/năm, đạt 1.373 tỷ đồng năm 2022 tương đương với 19,4% tổng doanh thu của BAF. Như đã phân tích ở trên, động lực tăng trưởng doanh thu mảng chăn nuôi của BAF là nhờ hưởng lợi từ hệ sinh thái Tập đoàn

Tân Long giúp doanh nghiệp tiết giảm chi phí đầu vào và bán thành phẩm với mức giá thấp hơn so với các doanh nghiệp trong ngành trong bối cảnh thị trường dư cung.

Mặc dù quy mô doanh thu sụt giảm mạnh, lợi nhuận gộp của BAF có sự mở rộng đáng kể nhờ sự tăng trưởng quy mô của mảng chăn nuôi lợn. Năm 2022, lợi nhuận gộp hợp nhất của BAF đạt 525 tỷ đồng (+7,8% yoy), tăng gấp 2,7 lần so với năm 2020; trong đó lợi nhuận gộp mảng chăn nuôi đạt 376 tỷ đồng (+37,2% yoy) tăng gấp 5,6 lần so với năm 2020. Biên lợi nhuận gộp hợp nhất của BAF tăng từ 1,1% năm 2019 lên 7,4% năm 2022.

## 2. Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng cao bào mòn lợi nhuận của doanh nghiệp

**Biểu đồ 30. Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp của BAF giai đoạn 2019 – 2022**

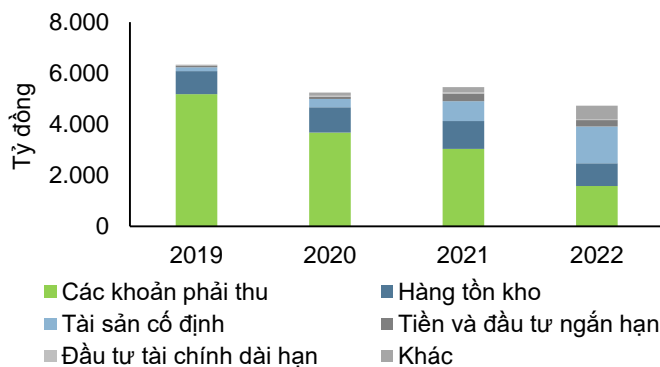


Nguồn: BAF, FPT S Research

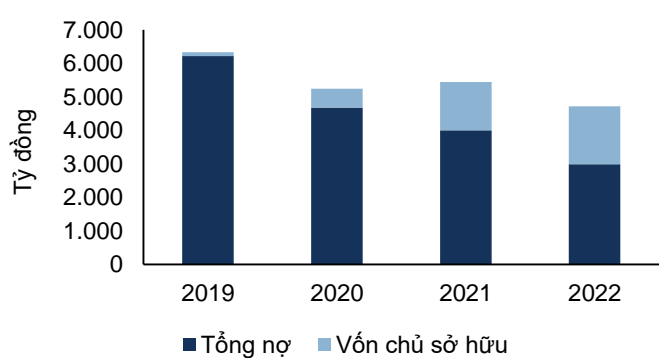
Việc BAF liên tục mở rộng quy mô chăn nuôi, đưa vào hoạt động các trang trại và các nhà máy sản xuất TACN đã làm cho chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp tăng cao. Năm 2022, BAF đã đưa vào hoạt động 1 nhà máy sản xuất thức ăn chăn nuôi và 2 trang trại chăn nuôi. Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp trong năm đạt lần lượt 72 tỷ đồng (+359% yoy) và 88 tỷ đồng (+62% yoy), tỷ trọng trên doanh thu thuần khoảng 2,3%. Hai chi phí này tăng cao làm sụt giảm đến 30,3% lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh của BAF năm 2022.

## 3. Cơ cấu vốn và cơ cấu tài sản của BAF biến động mạnh trong đó khoản phải thu từ các bên liên quan chiếm tỷ trọng lớn [\(quay lại phần rủi ro\)](#)

**Biểu đồ 31. Cơ cấu tài sản của BAF giai đoạn 2019 – 2022**



**Biểu đồ 32. Cơ cấu vốn của BAF giai đoạn 2019 – 2022**



Nguồn: BCTC BAF

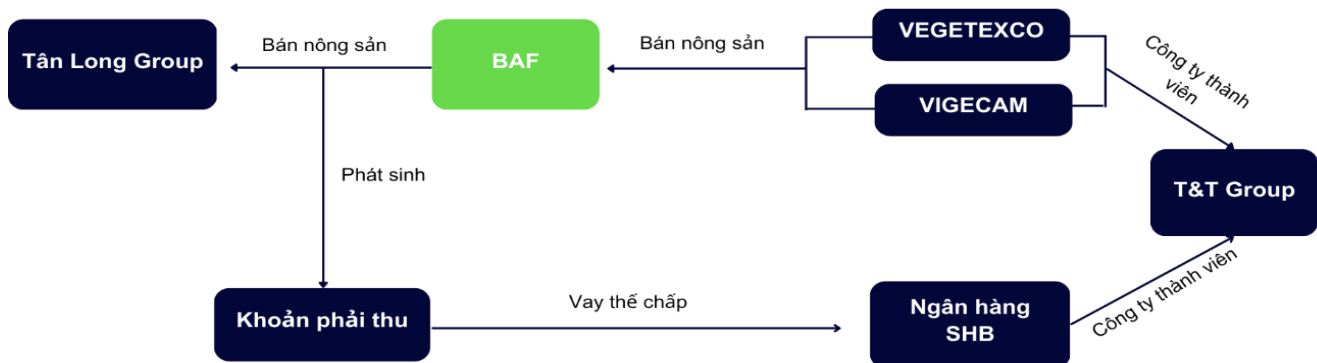
**Việc chuyển đổi mô hình kinh doanh từ thương mại nông sản sang sản xuất chăn nuôi lợn khiến cơ cấu tài sản và cơ cấu vốn của doanh nghiệp thay đổi đáng kể trong giai đoạn 2019 – 2022.**

Đối với cơ cấu tài sản, các khoản phải thu sụt giảm mạnh từ mức 5.173 tỷ đồng năm 2019 xuống mức 1.584 tỷ đồng năm 2022, bình quân giảm 32,6%/năm. Tỷ trọng các khoản phải thu trên doanh thu giảm từ 82% năm 2019 xuống mức 33% năm 2022. Tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản tăng từ mức 2,5% năm 2019 lên 30,6% năm 2022.

Đối với cơ cấu vốn, tổng nợ có xu hướng giảm dần từ mức 6.218 tỷ đồng năm 2019 xuống mức 2.986 tỷ đồng năm 2022. Trong đó khoản phải trả người bán giảm từ 4.529 tỷ đồng năm 2020 (tương đương 97% tổng nợ) xuống 1.901 tỷ đồng (tương đương 64% tổng nợ).

Chúng tôi nhận thấy BAF có những giao dịch phức tạp với các bên liên quan qua các khoản phải thu phải trả.

**Hình 3. Giao dịch giữa BAF, T&T Group và Tập đoàn Tân Long năm 2019**



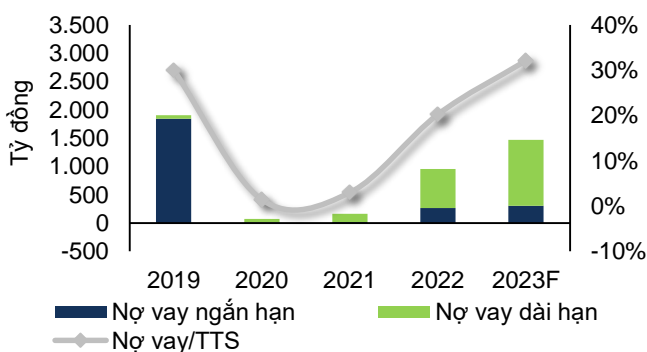
Nguồn: FPTs research

Năm 2019, BAF phát sinh các giao dịch với Tập đoàn Tân Long và T&T Group. BAF mua nông sản từ Tổng công ty Rau quả Nông sản (Vegetexco) và Tổng công ty vật tư Nông nghiệp Việt Nam (Vigecam), là 2 công ty thành viên của Tập đoàn T&T Group. Tỷ trọng khoản phải trả hai doanh nghiệp trên chiếm 26,8% tổng phải trả của BAF năm 2019. Nông sản được BAF phân phối tới các khách hàng trong nước bao gồm Tập đoàn Tân Long và các công ty thành viên của tập đoàn. Năm 2019, phải thu từ Tân Long và CTCP Thăng Hoa (công ty con của tập đoàn này) lên đến 1.734 tỷ đồng, chiếm 34,2% khoản phải thu của BAF. Các khoản phải thu từ 2 công ty trên được BAF dùng để thế chấp cho các khoản vay ngân hàng SHB (công ty thành viên của T&T Group) với tổng giá trị vay đạt hơn 781 tỷ đồng (chiếm 25% tổng giá trị nợ vay ngân hàng phát sinh năm 2019) ([chi tiết các khoản vay](#)). Các khoản vay trên chủ yếu dùng để thanh toán tiền mua nông sản.

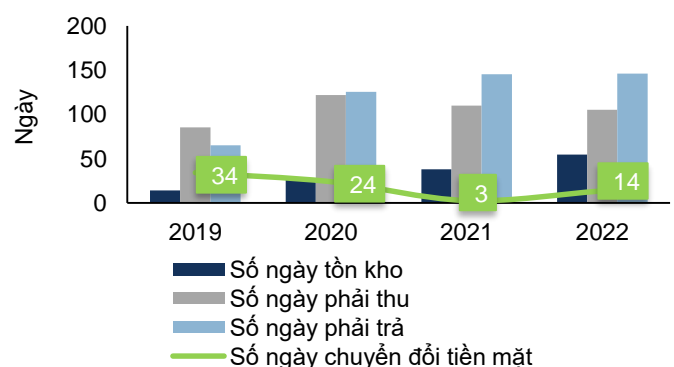
Ngoài ra, năm 2021 BAF có khoản phải thu CTCP Đầu tư Hoàn Kiếm xấp xỉ 240 tỷ đồng, chiếm 8,7% phải thu của doanh nghiệp. Hiện tại công ty Hoàn Kiếm đang được điều hành bởi ông Nguyễn Quang Long, đồng thời là cổ đông sáng lập của CTCP Kinh doanh Thương mại Thịnh Phát – doanh nghiệp chiếm đến 21,3% khoản phải trả của BAF năm 2021.

#### 4. Cơ cấu nợ vay biến động mạnh trong giai đoạn 2019 – 2022 với nợ vay dài hạn có xu hướng tăng gây áp lực lên khả năng chi trả lãi vay của doanh nghiệp ([quay lại luận điểm đầu tư](#))

**Biểu đồ 33. Cơ cấu nợ vay của BAF**



**Biểu đồ 34. Hiệu quả hoạt động của BAF**



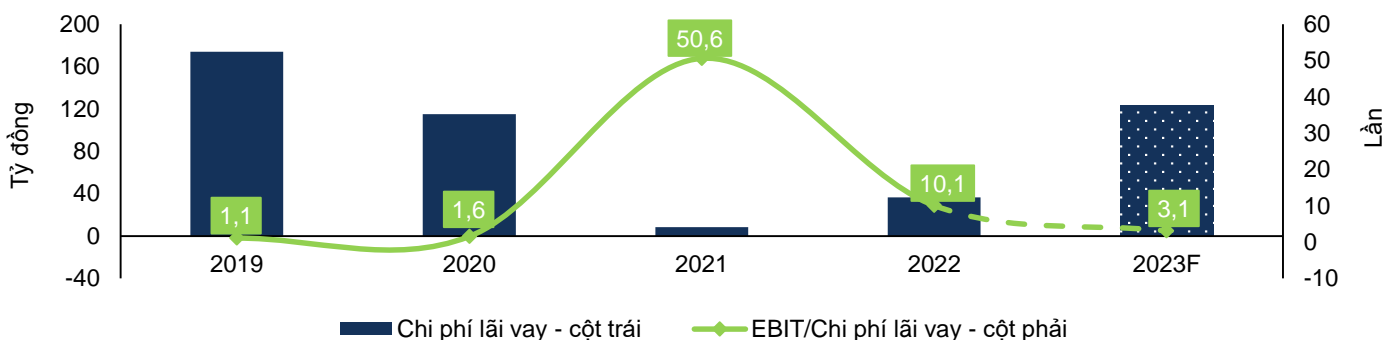
Nguồn: BAF, FPTs research

Giai đoạn 2019 – 2022, nợ vay của BAF giảm từ 1.904 tỷ năm 2019 xuống 957 tỷ năm 2022. Trong đó nợ vay ngắn hạn có xu hướng giảm mạnh từ mức 1.844 tỷ năm 2019 xuống mức 264 tỷ năm 2022 nhờ số ngày chuyển đổi tiền mặt thấp giúp BAF giảm phụ thuộc vào vay nợ ngắn hạn. Giai đoạn 2019 – 2022, số ngày chuyển đổi tiền mặt của

BAF sụt giảm mạnh từ 34 ngày năm 2019 xuống 14 ngày năm 2022. Trong đó, số ngày phải trả tăng từ 65 lên 146 ngày cho thấy khả năng chiếm dụng vốn nhà cung cấp của BAF tăng lên đáng kể. Bên cạnh đó, khả năng thu hồi công nợ của BAF cũng được cải thiện đáng kể, số ngày phải thu giảm từ 122 ngày năm 2020 xuống 105 ngày năm 2022.

**Nợ vay dài hạn có xu hướng tăng mạnh từ 60 tỷ năm 2019 lên 693 tỷ đồng năm 2022.** Trong đó, nợ vay dài hạn từ ngân hàng năm 2022 đạt 403 tỷ đồng (tăng gấp 2,7 lần so với năm 2021) chủ yếu để tài trợ các dự án, trang trại đang xây dựng và mua phương tiện vận tải. Ngoài ra trong năm 2022, BAF phát hành 300 tỷ trái phiếu ra công chúng để thanh toán tiền mua nông sản cho CTCP nông sản MOGB Quốc tế và thanh toán chi phí thuê trang trại. Đầu năm 2023, BAF tiếp tục tăng vay nợ dài hạn bằng phát hành 600 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi cho Tổ chức tài chính quốc tế IFC chủ yếu để tài trợ vốn cho các dự án xây dựng trang trại chăn nuôi lợn ([chi tiết](#)). Ngoài ra, ngày 8/6/2023, doanh nghiệp tiếp tục chào bán 300 tỷ trái phiếu ra công chúng đợt 2. Số tiền thu được từ trái phiếu đợt 2 sẽ được dùng để thanh toán chi phí mua nông sản cho CTCP Gạo Vì Dân và chi phí thuê trang trại. Chúng tôi ước tính, tổng nợ vay của BAF năm 2023 sẽ tăng khoảng 86,9% yoy trong đó khoản vay dài hạn ước đạt 1.496 tỷ đồng (+116% yoy).

**Biểu đồ 35. Chi phí lãi vay và khả năng thanh toán chi phí lãi vay của BAF**



Nguồn: BAF, FPTs Research

**Giai đoạn 2019 – 2021, khả năng thanh toán chi phí lãi vay của BAF (thể hiện qua tỷ lệ EBIT/Chi phí lãi vay) cải thiện nhờ tăng khả năng chiếm dụng vốn từ nhà cung cấp.** Tỷ lệ EBIT trên chi phí lãi vay tăng từ 1,1 lần năm 2019 lên 50,6 lần năm 2021. Cần lưu ý năm 2020, tổng nợ vay phát sinh của BAF đạt 1.064 tỷ đồng (tương đương 58% tổng nợ vay cuối năm 2019) chủ yếu là nợ ngắn hạn. Doanh nghiệp đã tắt toán hết các khoản nợ ngắn hạn trong năm. Đồng thời BAF không phát sinh thêm nợ vay đáng kể năm 2021. Chi phí lãi vay năm 2021 chỉ còn 8 tỷ (-92,8% yoy). Năm 2022, tỷ lệ EBIT/Chi phí lãi vay giảm từ 50,6 lần năm 2021 xuống 10,1 lần do (1) BAF tăng vay nợ để mở rộng quy mô chăn nuôi và (2) lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh giảm 12,0% yoy do chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng cao.

Năm 2023, BAF tiếp tục kế hoạch vay nợ từ trái phiếu như đã phân tích ở trên. Chúng tôi ước tính, chi phí lãi vay của doanh nghiệp tăng gấp 3,2 lần so với năm 2022. Tỷ lệ EBIT/Chi phí lãi vay năm 2023 ước đạt 3,1 lần thấp hơn nhiều so với mức 10,1 lần của năm 2022.

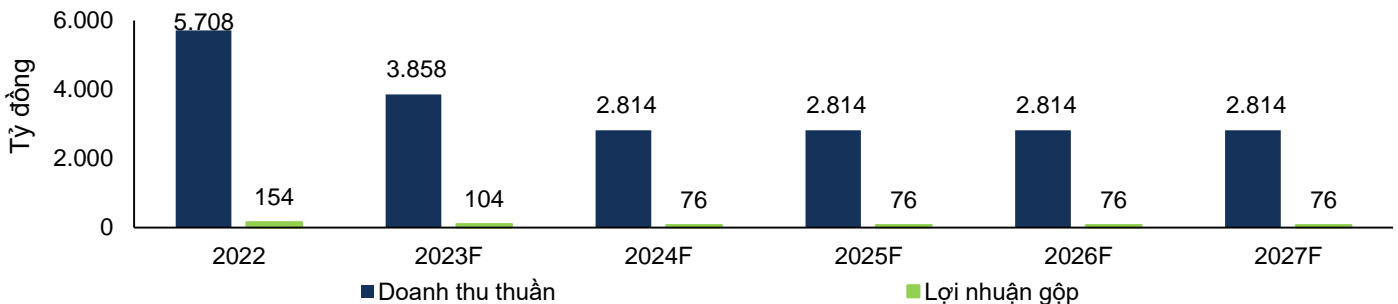


## IV. TRIỂN VỌNG HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA BAF TRONG GIAI ĐOẠN 2023 – 2027

### 1. Mảng kinh doanh nông sản – tiếp tục thu hẹp quy mô [\(quay lại luận điểm đầu tư\)](#)

Với mục đích chuyển đổi mô hình kinh doanh, BAF kỳ vọng tiếp tục thu hẹp quy mô mảng thương mại nông sản trong thời gian tới. Đối với sản lượng nông sản tiêu thụ, chúng tôi ước tính giai đoạn 2023 – 2024 sẽ đạt lần lượt 540.200 tấn (-20,1% yoy) và 498.690 tấn (-7,7% yoy). Giá bán nông sản bình quân ước đạt 7.142 đồng/kg (-15,3% yoy) năm 2023 và 6.349 đồng/kg (-11,1% yoy) năm 2024 theo đà giảm của giá ngô thế giới. Giai đoạn 2025 – 2027, chúng tôi giả định doanh thu nông sản sẽ duy trì ở mức 2.814 tỷ đồng. Đối với biên lợi nhuận gộp, chúng tôi kỳ vọng sẽ duy trì ổn định ở mức 2,7% trong giai đoạn dự phóng.

**Biểu đồ 36. Dự phóng doanh thu và lợi nhuận gộp mảng thương mại nông sản của BAF**



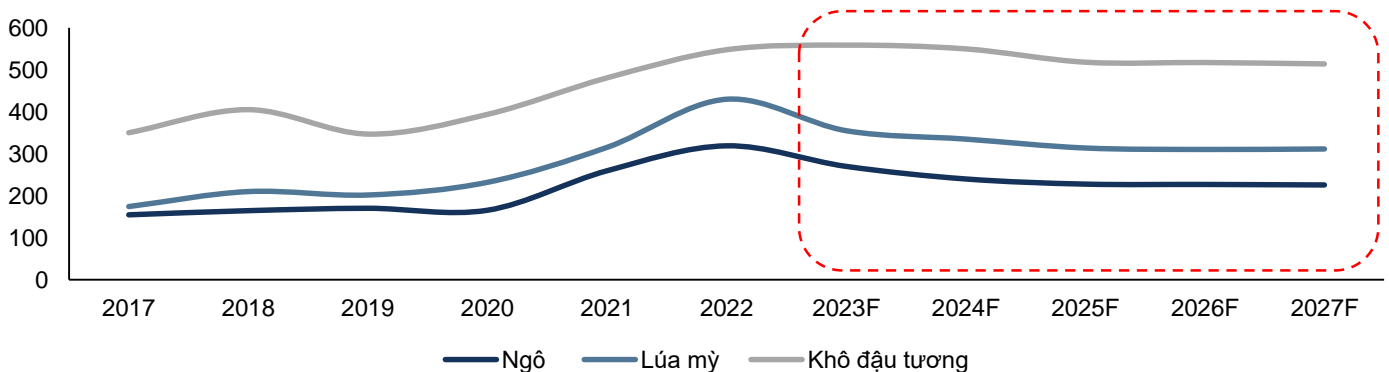
Nguồn: FPTS Research

### 2. Mảng chăn nuôi lợn thịt

#### 2.1. Triển vọng mảng chăn nuôi lợn thịt trong nước

##### 2.1.1. Giá nguyên liệu thức ăn chăn nuôi kỳ vọng hạ nhiệt nhờ triển vọng mùa vụ tốt hơn

**Biểu đồ 37. Dự phóng biến động giá nguyên liệu TACN thế giới giai đoạn 2023 – 2027**



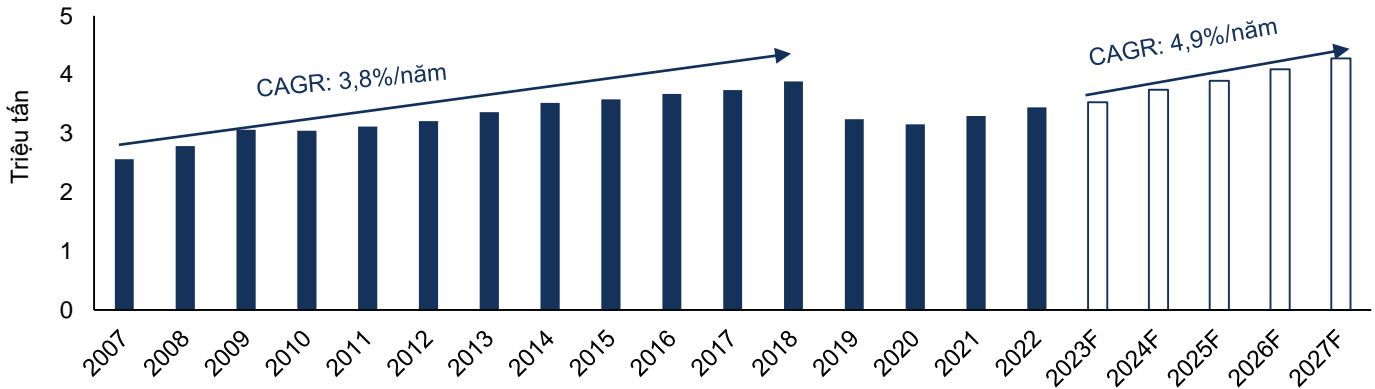
Nguồn: World Bank, OECD, FPTS Research

**Năm 2023**, với giả định không có sự gián đoạn từ xung đột chính trị giữa Nga và Ukraine giá ngô và lúa mì ước tính đạt 270 USD/tấn, 355 USD/tấn giảm lần lượt 15,3% và 17,4% yoy (Theo dự báo tháng 4/2023 của World Bank). Kết quả trên nhờ (1) nhu cầu tiêu thụ ẩm đạm do suy thoái kinh tế và (2) triển vọng nguồn cung ổn định khi mùa vụ tại các khu vực trồng chính đều cho thấy tín hiệu tích cực. Riêng khô đậu tương, World Bank ước tính giá của mặt hàng này sẽ đạt 590 USD/tấn (+7,7% yoy) trong năm 2023 do sản lượng đậu tương của Argentina (chiếm 41% thị phần khô đậu tương toàn cầu) dự báo kém khả quan bởi thời tiết khắc nghiệt. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng, năm 2023 mức tăng của giá khô đậu tương sẽ ở mức 2,0% yoy thấp hơn mức dự phóng của World Bank do sản lượng đậu tương của Argentina được kỳ vọng tích cực hơn trong niên vụ 2023/2024. Sản lượng đậu tương của Argentina niên vụ 2023/2024 dự báo đạt khoảng 48 triệu tấn, tăng 92% so với niên vụ 2022/2023 (theo USDA).

**Trong giai đoạn 2024 – 2027**, giá ngô, lúa mì và khô đậu tương kỳ vọng giảm nhẹ lần lượt 2,0%; 2,4% và 2,2% mỗi năm do triển vọng mùa vụ thế giới được dự báo tích cực hơn khi thời tiết ở trạng thái ổn định (theo OECD).

## 2.1.2. Sản lượng tiêu thụ thịt lợn trong nước kỳ vọng tăng trưởng 4,9%/năm giai đoạn 2023 – 2027

**Biểu đồ 38. Sản lượng thịt lợn tiêu thụ của Việt Nam**



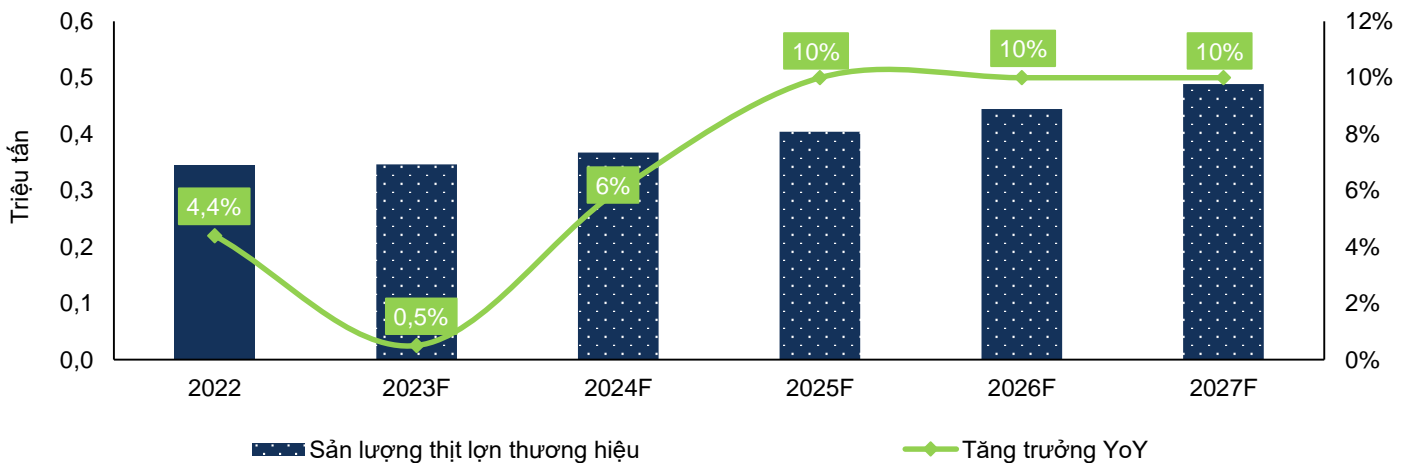
Nguồn: OECD, FPTs Research

\*Lưu ý: sản lượng tiêu thụ ở đây được tính theo khối lượng móc hàm (khối lượng đã qua giết mổ).

**Năm 2023**, OECD ước tính tổng sản lượng thịt lợn tiêu thụ của Việt Nam sẽ đạt 3,59 triệu tấn (+4,3% yoy). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ thịt lợn sẽ thấp hơn so với mức OECD ước tính do người dân thắt chặt chi tiêu khi nền kinh tế dự báo tiếp tục tăng trưởng chậm. Trên quan điểm thận trọng, chúng tôi ước tính tổng sản lượng thịt lợn tiêu thụ của Việt Nam sẽ tăng trưởng ở mức 2,5% trong năm 2023.

**Giai đoạn 2024 – 2027**, chúng tôi cho rằng, tăng trưởng sản lượng tiêu thụ thịt lợn trong nước sẽ đạt mức 4,5%/năm dựa vào các yếu tố: (1) Tốc độ tăng trưởng dân số trong thời kỳ được dự báo đạt 0,9%/năm (theo Tổng cục Thống kê) và (2) Tăng trưởng tiêu thụ thịt lợn bình quân đầu người tại Việt Nam đạt 3,8%/năm (theo OECD).

**Biểu đồ 39. Dự phóng sản lượng tiêu thụ thịt lợn có thương hiệu của Việt Nam**

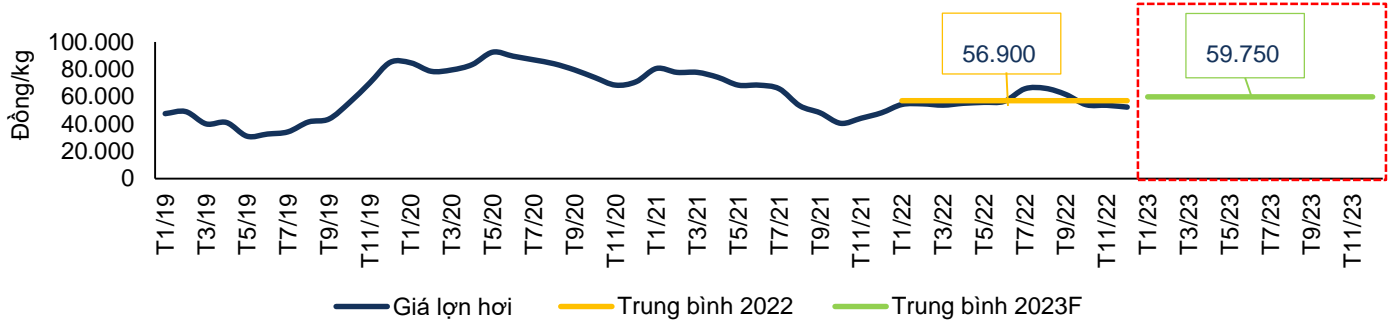


Nguồn: FPTs Research

**Riêng mảng thịt lợn thương hiệu**, xu hướng tiêu dùng trong nước ngày càng tăng. Theo Euromonitor, thịt lợn có thương hiệu được người tiêu dùng quan tâm và đánh giá cao hơn so với thịt lợn thông thường ngoài chợ kể từ khi có sự xuất hiện và lây lan của đại dịch. IPSOS dự báo tốc độ tăng trưởng tiêu thụ thịt lợn có thương hiệu sẽ đạt 10% - 15%/năm. Năm 2023, chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ chỉ đạt 0,5% yoy (thấp hơn mức tăng trưởng kỳ vọng của IPSOS là 10% yoy) do giá bán của kênh này cao hơn so với giá ở các kênh truyền thống khoảng 20%. Trong bối cảnh suy thoái kinh tế người dân thắt chặt chi tiêu và sẽ nhạy cảm với giá hơn. Trong dài hạn, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng sản lượng tiêu thụ thịt lợn thương hiệu sẽ đạt mức tăng trưởng 6,0% yoy năm 2024 và đạt mức 10%/năm trong giai đoạn 2025 – 2027 khi nền kinh tế dần ổn định, mức sống của người dân tăng lên.

### 2.1.3. Giá lợn hơi trong nước kỳ vọng tăng 5,0% yoy trong năm 2023 do mức độ tái đàn dự kiến thấp [\(quay lại luân điểm đầu tư\)](#)

**Biểu đồ 40. Dự phóng giá lợn hơi của Việt Nam năm 2023**



Nguồn: FPT Research

**Chúng tôi kỳ vọng giá lợn hơi bình quân cả năm 2023 đạt khoảng 59.750 đồng/kg (+5,0% yoy) trong bối cảnh mức độ tái đàn dự kiến thấp.** Giá thức ăn chăn nuôi đầu vào tăng cao trong khi giá lợn hơi đầu ra sụt giảm mạnh trong giai đoạn 2021 đến nay đã gây thiệt hại đến các hộ chăn nuôi. Theo Bản tin thị trường Nông lâm thủy sản tháng 5/2023 của Bộ công thương, hiện nay các hộ nông dân (chiếm khoảng 38% nguồn cung thịt lợn năm 2022) đã ngừng hoạt động tái đàn và các doanh nghiệp chăn nuôi lớn chưa có kế hoạch mở rộng quy mô đàn lợn. Tính đến thời điểm cuối tháng 6/2023, tổng đàn lợn trong nước ước đạt 27,35 triệu con, tăng 2,5% yoy thấp hơn mức tăng trưởng 3,8% cùng thời điểm năm 2022. Chúng tôi ước tính, tổng đàn nái trong nước tại thời điểm tháng 9 năm 2023 sẽ tăng trưởng khoảng 3,0% yoy thấp hơn mức tăng 6,5% so với cùng thời điểm năm 2022.

**Giai đoạn 2024 - 2027, chúng tôi kỳ vọng giá lợn hơi trong nước tăng 2%/năm với giả định nguồn cung trong nước duy trì ổn định và không bùng phát dịch bệnh ở lợn.**

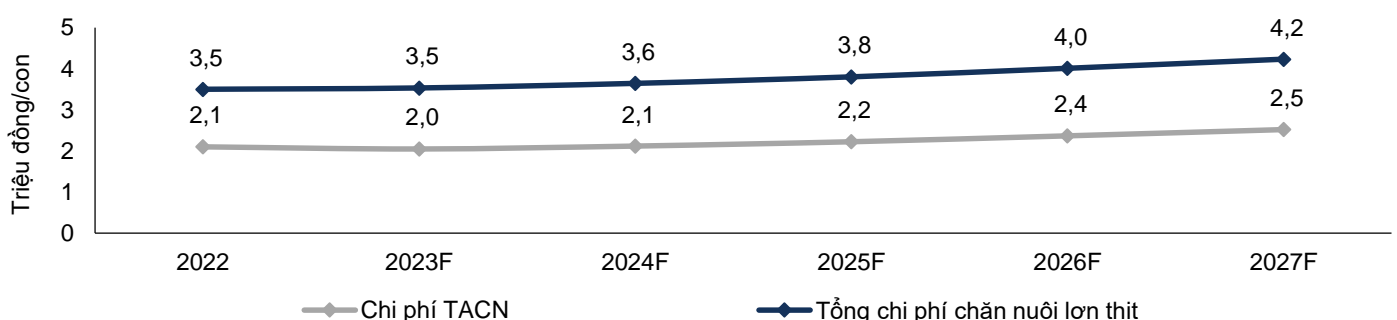
## 2.2. Triển vọng mảng chăn nuôi lợn thịt của BAF

### 2.2.1. Kỳ vọng BAF tiếp tục hưởng lợi từ nguồn cung nguyên liệu giá rẻ năm 2023 và trong dài hạn lợi thế này dự kiến mất dần [\(quay lại Luân điểm đầu tư\)](#)

**Năm 2023**, chúng tôi kỳ vọng BAF tiếp tục nhập nguồn nguyên liệu TACN giá rẻ từ Tập đoàn Tân Long. Trong năm này giá ngô, lúa mì và khô đậu tương kỳ vọng hạ nhiệt nhờ triển vọng mùa vụ tích cực trên thế giới. Chúng tôi ước tính chi phí TACN cho 1 con lợn thịt xuất chuồng của BAF đạt 2.045.254 đồng/kg (-2,5% yoy). Tổng chi phí chăn nuôi lợn thịt của BAF ước đạt 3.514.202 đồng/kg (+0,9% yoy).

**Giai đoạn 2024 – 2027**, chúng tôi đánh giá BAF sẽ không còn nguồn nguyên liệu từ Tân Long với giá thấp hơn giá ngoài thị trường 10% - 15%. Nguồn nông sản thương mại của Tân Long phụ thuộc chủ yếu vào nguồn nhập khẩu có biến động giá lớn. Do đó Tân Long sẽ khó duy trì việc liên tục cung cấp nông sản cho BAF với mức giá thấp hơn thị trường trong dài hạn. Chúng tôi cho rằng Tân Long sẽ điều chỉnh giá bán nguyên liệu TACN cho BAF về gần với mức giá thị trường. Chi phí TACN cho lợn thịt ước tính tăng bình quân 6,0%/năm trong giai đoạn 2024 – 2027. Tổng chi phí chăn nuôi lợn thịt của BAF tăng bình quân 5,1%/năm trong giai đoạn trên.

**Biểu đồ 41. Dự phóng tổng chi phí chăn nuôi bình quân cho 1 con lợn thịt xuất chuồng của BAF**



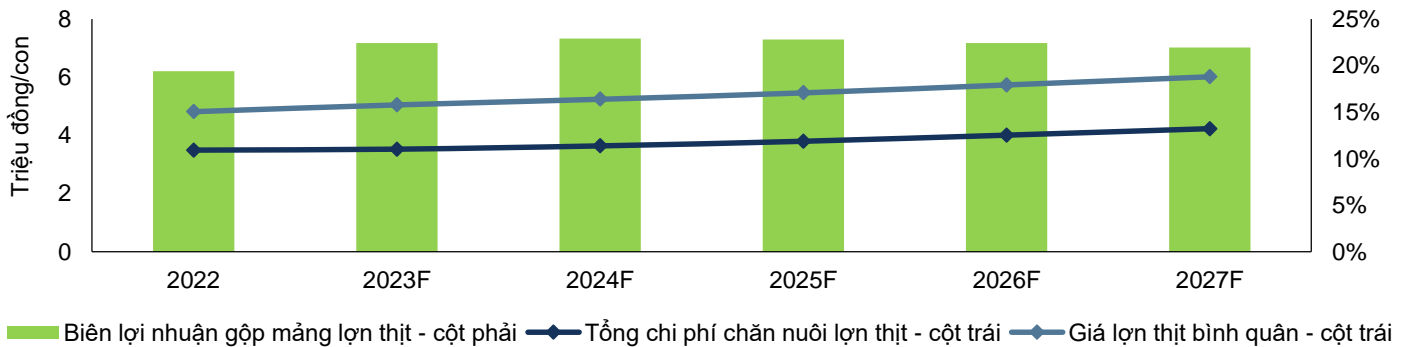
Nguồn: FPT Research

## 2.2.2. Kỳ vọng tăng giá bán trong dài hạn để giảm áp lực từ việc chi phí sản xuất tăng

**Năm 2023**, giá bán lợn thịt bình quân của BAF ước đạt 50.524 đồng/kg, tăng 5,0% yoy theo xu hướng tăng của giá lợn hơi ngoài thị trường. Cùng với chi phí TACN kỳ vọng giảm 2,5% yoy, chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp mông lợn thịt của doanh nghiệp sẽ ở mức 22,4% (+3,0 đpt yoy).

**Giai đoạn 2024 – 2027**, chúng tôi kỳ vọng giá bán lợn thịt của BAF bình quân tăng 4,6%/năm để giảm áp lực chi phí sản xuất tăng do doanh nghiệp mất dần lợi thế về nguồn cung nguyên liệu giá rẻ. Như đã phân tích bên trên chi phí chăn nuôi lợn thịt của doanh nghiệp ước tính tăng 5,1%/năm khi BAF không còn nguồn nguyên liệu TACN với giá rẻ hơn 10% - 15% so với thị trường. Chúng tôi cho rằng BAF sẽ tăng giá bán lợn thịt nhằm bù đắp chi phí đầu vào tăng. Biên lợi nhuận gộp mông lợn thịt của doanh nghiệp ước tính dao động trong khoảng từ 22,0% đến 22,8%.

**Biểu đồ 42. Dự phóng giá bán và biên lợi nhuận gộp mông lợn thịt của BAF**

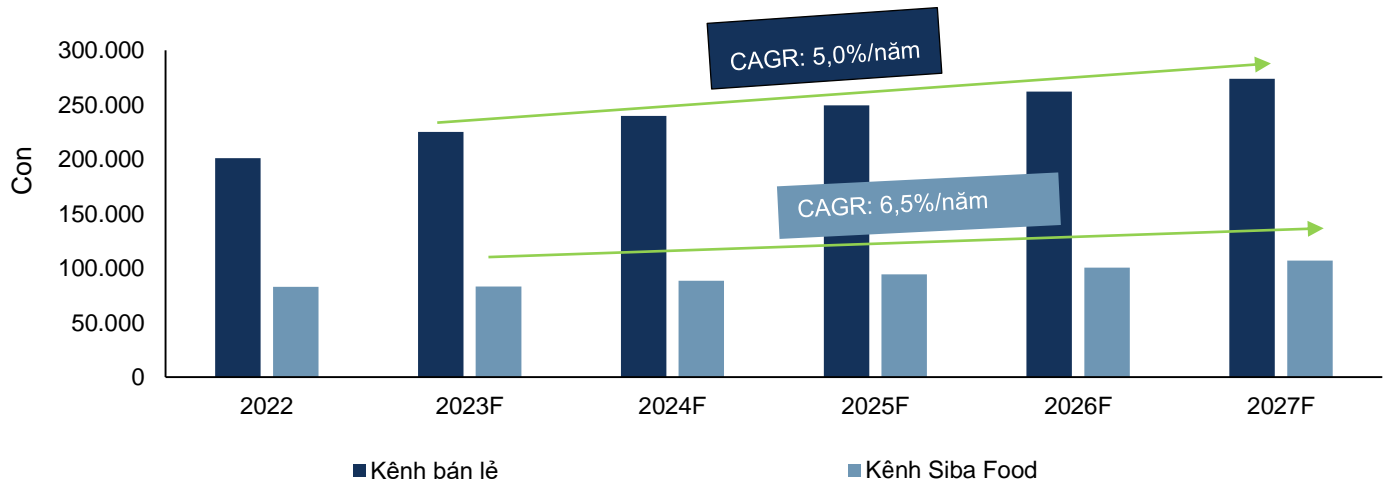


Nguồn: FPTs Research

\*Giá bán lợn thịt bình quân và tổng chi phí chăn nuôi lợn thịt được tính theo con

## 2.2.3. Sản lượng tiêu thụ kỳ vọng tăng trưởng chậm do mất dần lợi thế cạnh tranh về giá (quay lại Luân điểm đầu tư) (quay lại Yếu tố cần theo dõi)

**Biểu đồ 43. Dự phóng sản lượng lợn thịt tiêu thụ của BAF giai đoạn 2023 – 2027**



Nguồn: FPTs Research

**Năm 2023**, chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ lợn thịt của BAF sẽ đạt 308.157 con (+8,6% yoy).

- Đối với kênh bán buôn, sản lượng lợn thịt tiêu thụ của BAF ước đạt 225.005 con, đạt mức tăng trưởng +12,0% yoy cao hơn mức tăng trưởng của ngành là 2,5% yoy. Chúng tôi cho rằng, BAF vẫn sẽ tiếp tục duy trì lợi thế giá bán thấp để mở rộng thị phần lợn thịt trong năm 2023.
- Đối với kênh bán lẻ Siba Food, sản lượng tiêu thụ ước đạt 85.152 con (+0,5% yoy). Trong bối cảnh mông thịt lợn thương hiệu cạnh tranh ngày càng cao, chúng tôi cho rằng năm 2023 Siba Food sẽ khó mở rộng thị phần như

năm trước bởi (1) quy mô thị trường thịt lợn thương hiệu kỳ vọng tăng trưởng chậm trong năm 2023 và (2) đối thủ cạnh tranh Masan Meatlife tiếp tục thực hiện chương trình ưu đãi giảm giá lên đến 20% xuyên suốt năm 2023 cho các sản phẩm thịt lợn mát. Từ tháng 5/2022, Masan Meatlife đã thực hiện chiến lược giảm giá bán các sản phẩm thịt mát nhằm thu hẹp khoảng cách về giá của thịt mát với thịt nóng được bày bán tại các chợ truyền thống. Giá thịt mát MeatDeli so với giá ngoài chợ đã thu hẹp từ mức 40% đầu năm 2022 xuống mức 11% Q1/2023 ([chi tiết](#)). Do đó nhu cầu của Siba Food đối với heo thịt BAF kỳ vọng tăng trưởng chậm trong năm 2023.

**Giai đoạn 2024 – 2027, chúng tôi dự phóng sản lượng lợn thịt sẽ tăng trưởng chậm ở cả 2 kênh bán hàng.**

- **Kênh bán buôn:** chúng tôi dự phóng tăng trưởng sản lượng tiêu thụ lợn thịt của BAF sẽ đạt 4,5%/năm, bằng với mức tăng trưởng của ngành. Chúng tôi cho rằng tốc độ mở rộng thị phần của BAF sẽ chậm lại trong dài hạn do lợi thế cạnh tranh về giá suy giảm. Giá lợn hơi của doanh nghiệp ước tính tăng trưởng 4,6%/năm (cao hơn mức tăng trưởng 2%/năm của thị trường) để giảm áp lực từ chi phí đầu vào tăng.
- **Kênh Siba Food:** dựa trên quan điểm thận trọng chúng tôi dự báo tăng trưởng sản lượng lợn thịt tiêu thụ của BAF ước đạt 6,5%/năm, thấp hơn mức tăng trưởng 10%/năm của mảng lợn thịt thương hiệu trong nước. Chúng tôi cho rằng trong bối cảnh cạnh tranh ở mảng thịt lợn thương hiệu trong nước ngày càng gay gắt và chi phí chăn nuôi của BAF (chi phí đầu vào của Siba Food) dự kiến tăng cao, Siba Food sẽ không duy trì được việc cạnh tranh về giá và tốc độ mở rộng thị phần của doanh nghiệp sẽ chậm lại trong dài hạn. ([quay lại phần rủi ro](#))

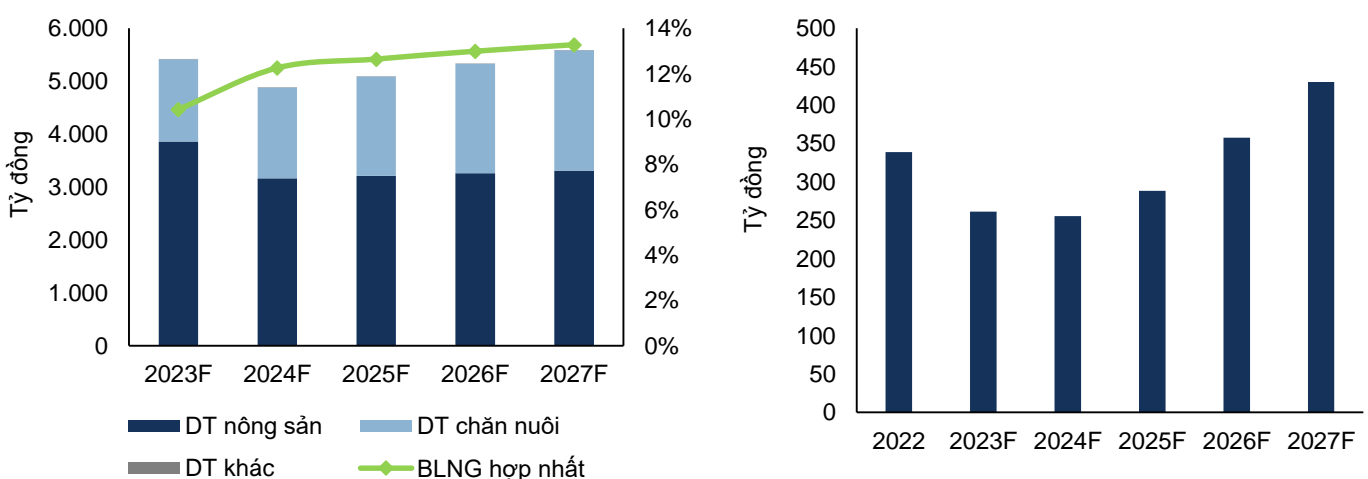
### 3. Mảng thức ăn chăn nuôi

Đại hội cổ đông 2023 của BAF đã thông qua kế hoạch sản xuất kinh doanh năm 2023 trong đó doanh nghiệp dự kiến ghi nhận thêm doanh thu và lợi nhuận từ mảng sản xuất thức ăn chăn nuôi. Nhà máy sản xuất TACN Nghệ An với công suất 180.000 tấn/năm được đưa vào hoạt động đầu năm 2023, kết hợp với 2 nhà máy cám Tây Ninh và Phú Mỹ với tổng công suất 260.000 tấn/năm dự kiến cung ứng đủ lượng cám cho hệ thống trang trại của BAF, đồng thời sẽ bắt đầu có doanh thu thương mại khi cám dinh dưỡng công ty sản xuất ra sẽ được bán ưu đãi kèm theo chính sách bán cám kèm con giống. Sản lượng cám dự kiến bán ra ngoài thị trường năm 2023 đạt 80.000 tấn với doanh thu thuần đạt 999,9 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 45,4 tỷ đồng tương đương với 14,5% KH doanh thu và 15,1% KH lợi nhuận của doanh nghiệp năm 2023. **Tuy nhiên theo chia sẻ của lãnh đạo doanh nghiệp, năm 2023 sẽ chưa có TACN bán ra ngoài do đầu năm 2023 BAF đã đưa vào hoạt động thêm 3 trại chăn nuôi với tổng quy mô 10.000 heo nái và 30.000 heo thịt. Vì vậy trong khuôn khổ báo cáo chúng tôi sẽ không đưa ra dự phóng cho mảng kinh doanh này.**

### 4. Tổng hợp kết quả dự phóng doanh thu và lợi nhuận hợp nhất của BAF

Chúng tôi tổng hợp kết quả dự phóng doanh thu thuần và lợi nhuận trước thuế hợp nhất của BAF trong giai đoạn 2023F – 2027F như biểu đồ dưới đây.

**Biểu đồ 44. Dự phóng doanh thu thuần (trái) và lợi nhuận trước thuế (phải) của BAF giai đoạn 2023 – 2027**



Nguồn: FPT Research

**5. Cập nhật kết quả kinh doanh 1H2023**

Đơn vị: Tỷ VND	1H2023	1H2022	%YoY	KH2023	%TH/KH
<b>Doanh thu</b>	<b>2.456</b>	<b>2.970</b>	<b>-17,3%</b>	<b>6.914</b>	<b>36%</b>
<i>Nông sản</i>	1.844	2.348	-21,5%	4.000	46%
<i>Hoạt động chăn nuôi</i>	588	621	-5,3%	1.914	31%
<i>Dịch vụ</i>	-	2	N/A		
<i>BDS đầu tư</i>	24	-	N/A		
<i>Thức ăn chăn nuôi</i>	-	-	NM	1.000	0%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>166</b>	<b>207</b>	<b>-19,9%</b>		
<i>Nông sản</i>	35	72	-51,6%		
<i>Hoạt động chăn nuôi</i>	122	135	-9,9%		
<i>Dịch vụ</i>	-	0,1	N/A		
<i>BDS đầu tư</i>	9	-	N/A		
<i>Thức ăn chăn nuôi</i>	-	-	NM		
Chi phí bán hàng	45	26	+71,3%		
Chi phí quản lý	49	39	+25,5%		
Doanh thu tài chính	23	3	+749%		
Chi phí tài chính	68	5	+1255%		
<i>Trong đó: Chi phí lãi vay</i>	68	3	+2337%		
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>18</b>	<b>155</b>	<b>-88,6%</b>		
<b>LNST</b>	<b>16</b>	<b>128</b>	<b>-87,5%</b>	<b>301</b>	<b>5%</b>
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	<b>14</b>	<b>128</b>	<b>-88,9%</b>		

\*N/A (Not Available): Không có dữ liệu

\*NM (Not Meaningful): Không có ý nghĩa

Nguồn: BAF, FPT Research

Kết quả kinh doanh 1H2023 của BAF sụt giảm đáng kể so với cùng kỳ với 2.456 tỷ doanh thu (-17,3% yoy) và 16 tỷ lợi nhuận sau thuế (-87,5% yoy) tương đương với 36% và 5% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận đề ra của doanh nghiệp năm 2023. Cụ thể:

- Mảng nông sản (chiếm 75% tổng doanh thu 1H2023) ghi nhận doanh thu và lợi nhuận gộp là 1.844 tỷ đồng (-21,5% yoy) và 35 tỷ đồng (-51,6% yoy) theo định hướng cắt giảm dần hoạt động thương mại nông sản của doanh nghiệp.
- Mảng chăn nuôi ghi nhận doanh thu và lợi nhuận gộp lần lượt 588 tỷ đồng (-5,3% yoy) và 122 tỷ đồng (-9,9% yoy). Theo chia sẻ của doanh nghiệp, sự sụt giảm của mảng chăn nuôi chủ yếu do (1) trong quý 2 công ty giữ lại heo giống để thả nuôi ở các trại mới và (2) giá bán heo từ đầu năm duy trì ở mức nền thấp hơn so với cùng kỳ năm trước và bắt đầu có dấu hiệu phục hồi từ tháng 6.

Chi phí lãi vay đạt 68 tỷ đồng, tăng 24,4 lần yoy chủ yếu do doanh nghiệp tăng vay dài hạn từ trái phiếu. Chi phí bán hàng đạt mức 45 tỷ đồng (+71,3% yoy) trong đó chi phí vận chuyển và dịch vụ mua ngoài chiếm 67,3% và tăng 85,5% yoy. Theo chia sẻ của doanh nghiệp, việc đưa vào vận hành thêm các trang trại mới cùng với khoảng cách từ trại nuôi lợn nái và trại nuôi lợn thịt cách xa nhau khiến chi phí vận chuyển tăng cao.

Chúng tôi dự phóng BAF sẽ hoàn thành được 78,4% kế hoạch doanh thu và 72,3% kế hoạch lợi nhuận sau thuế cả năm với kỳ vọng sức mua của người tiêu dùng ngoài thị trường trong 6 tháng cuối năm 2023 sẽ phục hồi, giá lợn hơi bình quân cả năm 2023 tăng 5,0% yoy và giá nguyên liệu TACN tiếp tục xu hướng hạ nhiệt.

## V. YẾU TỐ CẦN THEO DÕI

### 1. Chất lượng ghi nhận doanh thu và lợi nhuận ([quay lại Luận điểm đầu tư](#))

Chúng tôi cho rằng có tồn tại rủi ro về chất lượng ghi nhận doanh thu và lợi nhuận ở cả 2 mảng kinh doanh chính:

**Đối với mảng nông sản**, BAF có những giao dịch với bên liên quan chiếm tỷ trọng khá cao ([chi tiết](#)). Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá rủi ro này có xu hướng giảm dần khi quy mô mảng nông sản dần thu hẹp theo định hướng chuyển đổi hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

**Đối với mảng chăn nuôi lợn thịt**, BAF nhập nguyên liệu sản xuất TACN (chiếm 60% cơ cấu chi phí chăn nuôi lợn thịt) từ Tập đoàn Tân Long với giá thấp hơn 10% - 15% so với giá ngoài thị trường. Ngoài ra, khoảng 29% sản lượng lợn thịt đầu ra năm 2022 được tiêu thụ qua Siba Food – một công ty thành viên thuộc hệ sinh thái Tân Long. Với lợi thế trên, giai đoạn 2021 – 2022 quy mô mảng lợn thịt được mở rộng một cách nhanh chóng trong bối cảnh chăn nuôi lợn thịt trong nước phải chịu áp lực kìm hãm từ giá TACN đầu vào tăng cao và giá lợn hơi đầu ra giảm mạnh ([chi tiết mảng chăn nuôi lợn thịt của BAF](#)).

### 2. Yếu tố quản trị liên quan đến Tập đoàn Tân Long ([quay lại Luận điểm đầu tư](#))

Tập đoàn Tân Long là cổ đông lớn nhất của BAF (sở hữu gián tiếp khoảng 41% cổ phần) và chi phối hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Như phân tích bên trên, mảng chăn nuôi lợn thịt của BAF (chiếm 17% doanh thu hợp nhất và 45% lợi nhuận gộp hợp nhất năm 2022) đang được hỗ trợ từ Tập đoàn Tân Long với (1) cung cấp nguồn nguyên liệu TACN (chiếm 60% tổng chi phí chăn nuôi) giá rẻ và (2) tiêu thụ khoảng 29% sản lượng lợn thịt đầu ra. Tuy nhiên trong dài hạn, chúng tôi đánh giá BAF sẽ mất dần lợi thế này.

Chúng tôi cho rằng Tân Long sẽ khó duy trì việc cung cấp nguyên liệu TACN cho BAF với giá thấp hơn giá thị trường do doanh nghiệp trên phụ thuộc chủ yếu vào nguồn nông sản nhập khẩu với giá biến động mạnh. Chúng tôi dự kiến chi phí đầu vào của BAF sẽ tăng thêm 5,1%/năm khi doanh nghiệp không còn nguồn nguyên liệu giá rẻ từ Tân Long và do vậy tốc độ mở rộng thị phần đầu ra của doanh nghiệp sẽ suy giảm do mất dần lợi thế cạnh tranh về giá ([chi tiết](#)). Đối với kênh tiêu thụ Siba Food, chúng tôi đánh giá Siba Food sẽ khó mở rộng thị phần thịt lợn thương hiệu do (1) cạnh tranh mảng thịt lợn thương hiệu ngày càng cao và (2) Siba Food sẽ khó duy trì giá bán thấp do chi phí đầu vào dự kiến tăng cao ([chi tiết](#)).

## VI. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi định giá BAF bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE) và chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF) với trọng số 50:50. Giá trị cổ phiếu theo hai phương pháp có mức giá bình quân là **20.320 đồng/cp**, thấp hơn **10,3%** so với mức giá đóng cửa ngày 10/08/2023. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu này cho thời điểm hiện tại.

Phương pháp định giá	Kết quả	Trọng số
Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	20.352	50%
Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	20.292	50%
<b>Kết quả định giá</b>	<b>20.320</b>	

### 1. Các giả định phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	T8/2023	Giả định mô hình	T8/2023
Chi phí sử dụng VCSH	16,54%	Phần bù rủi ro thị trường	12%
WACC 2023	12,19%	Tăng trưởng dài hạn	1,5%
Lãi suất phi rủi ro	2,41%	Thời gian dự phóng	9 năm
Beta không đòn bẩy	0,67		

### 2. Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VNĐ)	1.184.003
(+) Tiền mặt	1.273
(-) Nợ ngắn hạn và nợ dài hạn	(957.306)
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	(8.813)
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>	<b>2.912.255</b>
Số lượng cổ phiếu BAF (triệu cp)	143
<b>Giá mục tiêu (VNĐ/cp)</b>	<b>20.292</b>

Tổng hợp định giá FCFE (Đơn vị: Triệu VNĐ)	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp	827.361
(+) Tiền và đầu tư tài chính	1.273
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	(8.813)
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>	<b>2.920.881</b>
Số lượng cổ phiếu BAF (triệu cp)	143
<b>Giá mục tiêu (VNĐ/cp)</b>	<b>20.352</b>



**VII. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH**

HĐKD	2020	2021	2022	2023F	CDKT	2020	2021	2022	2023F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>12.846</b>	<b>10.434</b>	<b>7.083</b>	<b>5.418</b>	<b>Tài sản</b>				
- Giá vốn hàng bán	12.650	9.947	6.558	4.853	+ Tiền và tương đương	68	241	151	95
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>195</b>	<b>488</b>	<b>525</b>	<b>564</b>	+ Đầu tư TC ngắn hạn	17	57	100	100
- Chi phí bán hàng	2	16	72	88	+ Các khoản phải thu	3.583	2.933	1.502	1.650
- Chi phí quản lí DN	15	54	88	100	+ Hàng tồn kho	989	1.088	882	875
Lợi nhuận thuần HĐKD	179	418	366	377	+ Tài sản ngắn hạn khác	8	12	27	26
- (Lỗ)/lãi HĐTC	(115)	(27)	(23)	(116)	<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>4.665</b>	<b>4.330</b>	<b>2.663</b>	<b>2.746</b>
- Lợi nhuận khác	(6)	0,4	(5)	-	+ Nguyên giá tài sản CĐHH	256	419	1.048	1.777
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	58	391	338	261	+ Khấu hao lũy kế	(42)	(85)	(159)	(256)
- Chi phí lãi vay	115	8	36	123	+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	213	334	889	1.521
Lợi nhuận trước thuế	58	390	339	261	+ Đầu tư tài chính dài hạn	35	44	30	30
- Thuế TNDN	12	66	57	44	+ Tài sản dài hạn khác	103	176	488	488
<b>LNST</b>	<b>46</b>	<b>322</b>	<b>288</b>	<b>218</b>	+ Xây dựng cơ bản dở dang	118	248	353	396
- Lợi ích cổ đông thiểu số	-	0	1	0	<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>580</b>	<b>1.127</b>	<b>2.066</b>	<b>2.739</b>
<b>LNST của cổ đông CT Mẹ</b>	<b>46</b>	<b>322</b>	<b>287</b>	<b>217</b>	<b>Tổng Tài sản</b>	<b>5.246</b>	<b>5.457</b>	<b>4.729</b>	<b>5.485</b>
EPS (đ)	2.251	2.909	1.998	1.515	<b>Nợ &amp; Vốn chủ sở hữu</b>				
EBITDA	75	424	397	360	+ Phải trả người bán	4.529	3.774	1.901	1.653
Khấu hao	17	32	59	99	+ Vay và nợ ngắn hạn	10	15	264	293
Tăng trưởng doanh thu	-25,7%	-18,8%	-32,1%	-23,5%	+ Quỹ khen thưởng	-	-	-	-
Tăng trưởng LN HĐKD	-4,4%	133,7%	-12,5%	3,1%	<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>4.616</b>	<b>3.851</b>	<b>2.292</b>	<b>2.026</b>
Tăng trưởng EBIT	257,7%	575,2%	-13,6%	-22,7%	+ Vay và nợ dài hạn	64	149	693	1.496
Tăng trưởng EPS	73,7%	29,2%	-31,3%	-24,1%	+ Phải trả dài hạn khác	-	-	-	-
<b>Chỉ số khả năng sinh lời</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>	<b>Nợ dài hạn</b>	<b>64</b>	<b>151</b>	<b>695</b>	<b>1.498</b>
Tỷ suất lợi nhuận gộp	1,5%	4,7%	7,4%	10,4%	<b>Tổng nợ</b>	<b>4.680</b>	<b>4.002</b>	<b>2.986</b>	<b>3.524</b>
Tỷ suất LNST	0,4%	3,1%	4,1%	4,0%	+ Thặng dư	-	280	-	-
ROE DuPont	13,4%	31,8%	17,9%	11,7%	+ Vốn điều lệ	500	780	1.435	1.679
ROA DuPont	0,8%	6,0%	5,6%	4,3%	+ LN chưa phân phối	66	387	299	272
Tỷ suất EBIT/doanh thu	0,5%	3,7%	4,8%	4,8%	Vốn chủ sở hữu	566	1.447	1.734	1.951
LNST/LNNT	79,1%	82,4%	84,6%	83,2%	Lợi ích cổ đông thiểu số	-	8	9	9
LNNT / EBIT	100,0%	99,8%	100,2%	100,0%	<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>5.246</b>	<b>5.457</b>	<b>4.729</b>	<b>5.485</b>
Vòng quay tổng tài sản	221,8%	195,0%	139,1%	106,1%	<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>
Đòn bẩy tài chính	1690,2%	529,7%	318,6%	275,8%	<b>Tiền đầu năm</b>	<b>29</b>	<b>68</b>	<b>241</b>	<b>151</b>
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>	<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>58</b>	<b>390</b>	<b>339</b>	<b>217</b>
Số ngày phải thu	122,0	109,9	105,1	100,9	+ Khấu hao	17	32	59	99
Số ngày tồn kho	27,4	38,1	54,8	65,8	+ Điều chỉnh	107	(139)	50	1
Số ngày phải trả	128,7	132,0	98,0	111,3	+ Thay đổi vốn lưu động	1.641	(134)	(714)	(434)
Thời gian luân chuyển tiền	20,7	16,0	61,9	55,3	<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>1.823</b>	<b>157</b>	<b>(269)</b>	<b>(117)</b>
COGS / Hàng tồn kho	12,8	9,1	7,4	5,5	+ Thanh lý tài sản cố định	2	24	-	-
<b>Chỉ số TK/đòn bẩy TC</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>	+ Chi mua sắm TSCĐ	(192)	(482)	(504)	(771)
CS thanh toán hiện hành	1,0	1,1	1,2	1,4	+ Tăng (giảm) đầu tư	(89)	(179)	(70)	-
CS thanh toán nhanh	0,8	0,8	0,8	0,9	+ Các hđ đầu tư khác	2	4	(4)	-
CS thanh toán tiền mặt	0,0	0,1	0,1	0,1	<b>Tiền từ hđ đầu tư</b>	<b>(276)</b>	<b>(633)</b>	<b>(579)</b>	<b>(771)</b>
Nợ / Tài sản	0,0	0,0	0,2	0,3	+ Cổ tức đã trả	-	-	-	-
Nợ / Vốn CSH	0,1	0,1	0,6	0,9	+ Tăng (giảm) vốn	400	560	-	-
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,0	0,0	0,2	0,2	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-	-	-	28
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,1	0,1	0,4	0,8	+ Thay đổi nợ dài hạn	-	-	-	803
Khả năng TT lãi vay	0,5	47,4	9,3	2,1	<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>(1.508)</b>	<b>648</b>	<b>758</b>	<b>831</b>
					Tổng lưu chuyển tiền tệ	<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>

## VIII. PHỤ LỤC

### 1. Công ty con và công ty liên kết của BAF ([quay lại](#))

STT	Tên đơn vị	Lĩnh vực kinh doanh chính	Tỷ lệ sở hữu	Tỷ lệ biểu quyết
1	Công ty TNHH Anh Vũ Phú Yên	Chăn nuôi	100%	100%
2	Công ty TNHH Chăn nuôi Bảo Ngọc	Chăn nuôi	100%	100%
3	Công ty TNHH Sản xuất Thương mại Dịch vụ Chăn nuôi Minh Thành	Chăn nuôi	100%	100%
4	Công ty TNHH Sản xuất Thương mại Dịch vụ Bắc An Khánh	Chăn nuôi	98%	98%
5	Công ty TNHH Sản xuất Thương mại Dịch vụ Đông An Khánh	Chăn nuôi	98%	98%
6	Công ty TNHH Sản xuất Thương mại Dịch vụ Nam An Khánh	Chăn nuôi	98%	98%
7	Công ty TNHH Đầu tư Trang trại Xanh 1	Chăn nuôi	98%	98%
8	Công ty TNHH Đầu tư Trang trại Xanh 2	Chăn nuôi	98%	98%
9	Công ty Cổ phần chăn nuôi công nghệ cao Hải Đăng Tây Ninh	Chăn nuôi	99,4%	99,4%
10	Công ty TNHH chăn nuôi công nghệ cao Sông Hình	Chăn nuôi	100%	100%
11	Công ty Cổ phần Thức ăn chăn nuôi BAF Tây Ninh	Chăn nuôi	99%	99%
12	Công ty cổ phần Nông nghiệp BAF Bình Định	Chăn nuôi	98%	98%
13	Công ty TNHH MTV BAF Meat Bình Phước	Giết mổ và chế biến thịt	100%	100%
14	Công ty TNHH Sản xuất Thương mại Dịch vụ Tâm Hưng	Chăn nuôi	99,9%	99,9%
15	Công ty TNHH Đầu tư Nông nghiệp Tân Châu	Chăn nuôi	99,9%	99,9%
16	Công ty TNHH Sản xuất Thương mại XNK Thiên Phú Sơn	Chăn nuôi	100%	100%
17	Công ty Cổ phần Sản xuất Thương mại Chăn nuôi Kim Hối	Chăn nuôi	99,9%	99,9%
18	Công ty Cổ phần Siba Food Việt Nam	Bán lẻ	9,3%	9,3%

*Nguồn: BAF, FPT S Research*

### 2. Chuỗi cửa hàng Siba Food và Meat Shop ([quay lại](#))

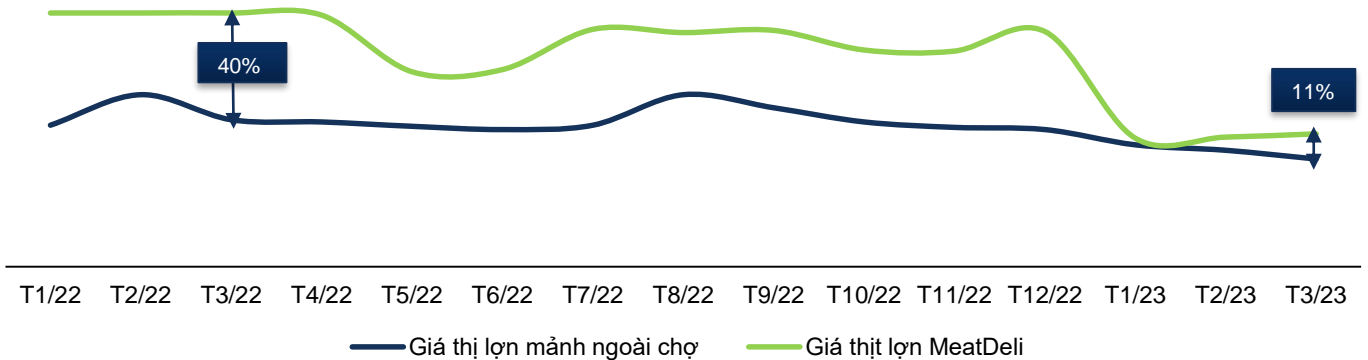
Siba Food phát triển mô hình “Minimart hiện đại – Meat Shop chợ truyền thống” để có thể tiếp cận người tiêu dùng ở cả 2 kênh tiêu dùng truyền thống và hiện đại. Trong mô hình này, các cửa hàng Siba Food sẽ đóng vai trò làm trung tâm điều phối hàng hóa cho các điểm bán BaF Meat Shop. Xoay quanh mỗi Siba Food trong bán kính 3km sẽ có 10 – 12 quầy thịt Meat Shop được đặt tại các chợ truyền thống và khu dân cư. Các quầy Meat Shop sẽ được trang bị lồng kính để tránh bụi bẩn, hệ thống làm mát duy trì nhiệt độ ở mức 0 - 4°C, giúp giữ thịt luôn tươi cả ngày.

### 3. Kế hoạch sử dụng vốn từ Phát hành trái phiếu cho IFC ([quay lại](#))

STT	Khoản mục	Giá trị (tỷ VNĐ)	Tình trạng các dự án
1	Thực hiện dự án Trang trại Hải Đăng	230	Đang thực hiện
2	Thực hiện dự án Trang trại xanh 2	100	Đã đưa vào vận hành Q1/2023
3	Thực hiện dự án Trang trại Bắc An Khánh	40	Đang thực hiện
4	Thực hiện dự án Trang trại Đông An Khánh	65	Đã đưa vào vận hành Q1/2023
5	Thực hiện dự án Trang trại Nam An Khánh	65	Đã đưa vào vận hành Q2/2023
6	Thực hiện dự án Trang trại xanh 1	40	Đã đưa vào vận hành
7	Góp vốn để tăng VDL Công ty TNHH Chăn nuôi Bảo Ngọc từ 20 tỷ đồng lên 50 tỷ đồng	30	n/a
8	Góp vốn để tăng VDL Công ty TNHH Anh Vũ Phú Yên từ 50 tỷ đồng lên 80 tỷ đồng	30	n/a

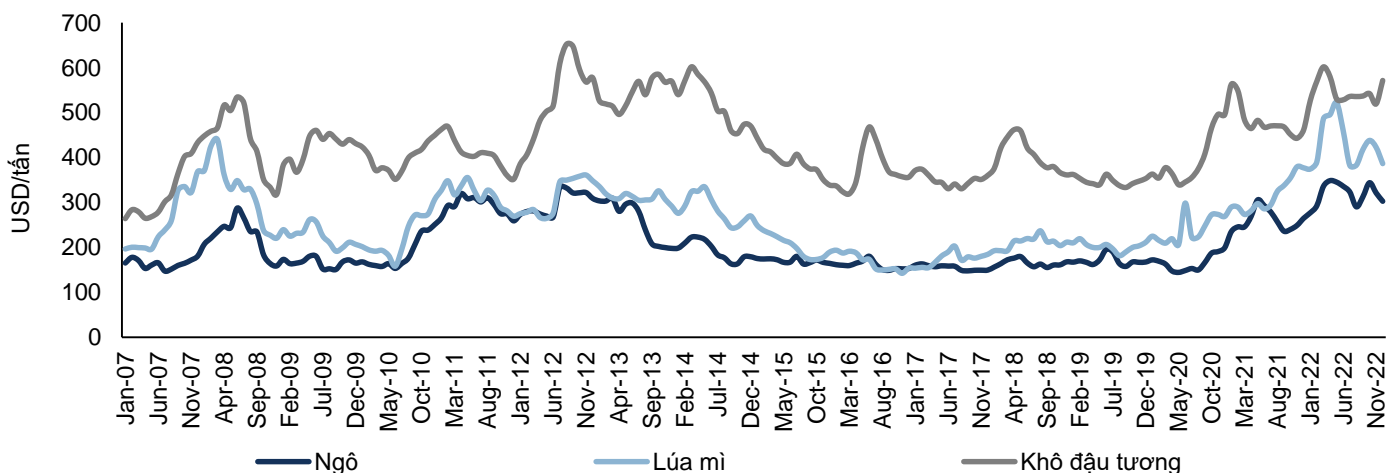
Nguồn: BAF

### 4. Giá thịt lợn MeatDeli so với giá thịt lợn ngoài chợ truyền thống ([quay lại](#))



Nguồn: Masan Meatlife

### 5. Biến động giá nông sản thế giới giai đoạn 2007 – 2022 ([quay lại](#))



Nguồn: IndexMundi

**6. Một số hợp đồng tín dụng của BAF với ngân hàng SHB năm 2019 ([quay lại](#))**

STT	Hợp đồng tín dụng	Số tiền vay	Mục đích	Tài sản thế chấp
1	648/2019/HĐTDNH- PN/SHB.111900	300.128.509.968	Thanh toán tiền mua ngô hạt	Quyền đòi nợ đã hình thành từ Hợp đồng 05.09/2019/BAFNN- TL/68K giữa BAF và Tân Long. <b>Giá trị: 375.160.637.460</b>
2	660/2019/HĐTDNH- PN/SHB.111900	176.902.218.640	Thanh toán tiền mua ngô hạt	Quyền đòi nợ đã hình thành từ Hợp đồng 30.08/2019/BAFNN- TL/45K giữa BAF và Tân Long. <b>Giá trị: 221.127.773.300</b>
3	589/2019/HĐTDNH- PN/SHB.111900	304.548.666.640	Thanh toán tiền mua khô dầu đậu tương	Quyền đòi nợ đã hình thành từ Hợp đồng 19.07/2019/BAFNN- TH/70K giữa BAF và CTCP Thăng Hoa. <b>Giá trị: 380.685.833.300</b>

*Nguồn: BCTC BAF*

**Tuyên bố miễn trách nhiệm**

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 10 cổ phiếu BAF, chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo không nắm giữ cổ phiếu của doanh nghiệp này.

**Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.**

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**  
**Trụ sở chính**

Số 52 Lạc Long Quân, Phường  
Bưởi, Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt  
Nam.

ĐT: 1900 6446  
Fax: (84.24) 3773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**  
**Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh**

Tầng 3 Tòa nhà Bến Thành Times  
Square, 136-138 Lê Thị Hồng Gấm,  
Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446  
Fax: (84.28) 6291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**  
**Chi nhánh Tp. Đà Nẵng**

Số 100 Quang Trung, Phường Thạch  
Thang, Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng,  
Việt Nam.

ĐT: 1900 6446  
Fax: (84.23) 6355 3888