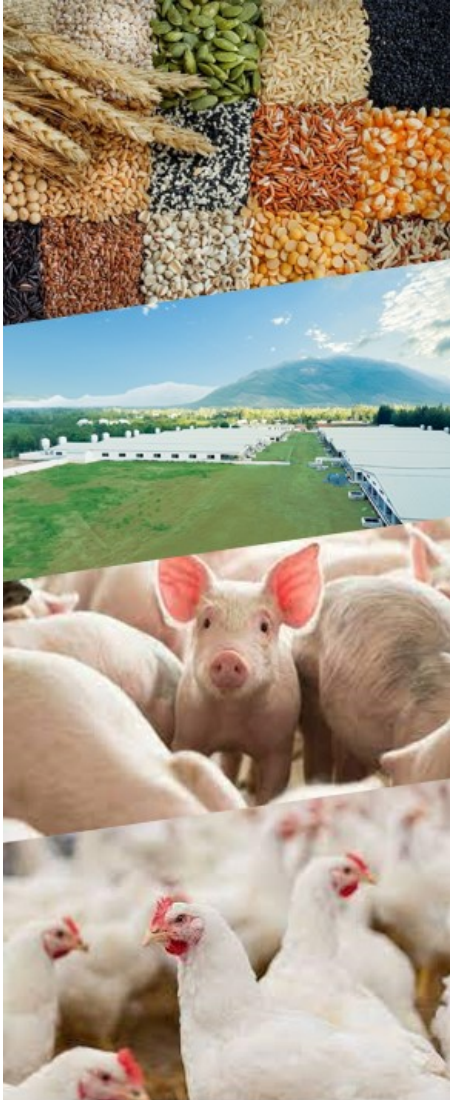


## Sản xuất thịt

### Giá lợn hơi có tín hiệu hồi phục

- Giá lợn hơi trong nước tăng nhẹ 5,3% so với tháng trước sau đã giảm giá trong sáu tháng liên tiếp.
- Chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp sản xuất thịt sẽ ghi nhận KQKD tích cực hơn trong 2023 nhờ giá lợn hơi trung bình tăng và chi phí đầu vào thấp hơn.
- Chúng tôi ưa thích BAF và đưa DBC vào danh sách theo dõi.



#### Giá lợn hơi tăng nhẹ trong tháng 4

Sau đã giảm giá trong Q1/23, giá lợn hơi trong nước bắt đầu tăng nhẹ từ đầu tháng 4 (+ 5,3% so với tháng trước/+0,1% tính từ đầu năm) nhưng vẫn thấp hơn 3,5% svck. Chúng tôi cho rằng giá tăng do 1) sản lượng lợn bán tháo ra thị trường do ảnh hưởng từ dịch tả lợn Châu Phi đã giảm dần và 2) lo ngại về vấn đề dư thừa nguồn cung đã lắng xuống khi các hộ nông dân ngừng hoạt động tái đàn và các doanh nghiệp chăn nuôi lớn chưa có kế hoạch mở rộng quy mô đàn lợn.

#### Chúng tôi kỳ vọng giá lợn hơi sẽ cải thiện từ Q2/23

Chúng tôi chưa nhận thấy dấu hiệu thiếu nguồn cung thịt lợn, do đó chúng tôi kỳ vọng giá lợn hơi sẽ tăng nhẹ trong Q2/23 và cải thiện rõ rệt hơn trong Q3/23 khi nhu cầu tiêu dùng phục hồi. Chúng tôi dự phóng giá lợn tăng 5% svck lên 59.000/kg trong 2023 nhờ giá thịt lợn nhờ giá thịt lợn Trung Quốc phục hồi khi nền kinh tế mở cửa trở lại, điều này có thể ảnh hưởng một phần đến giá trong nước, và nguồn cung từ các hộ chăn nuôi giảm.

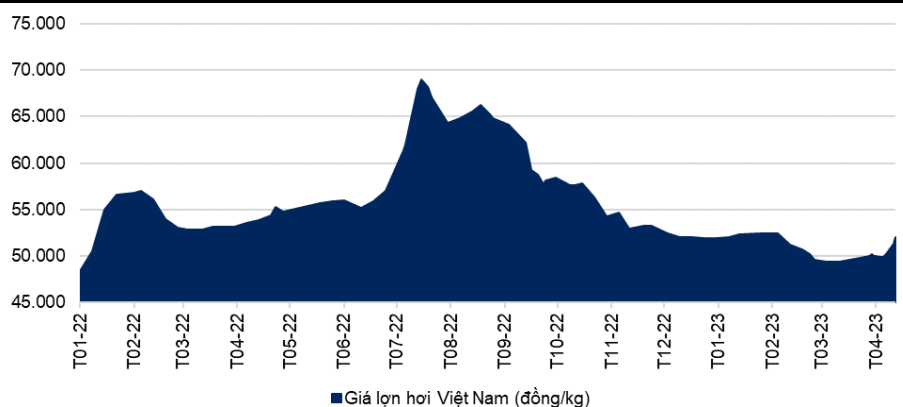
#### Trong khi đó giá hàng hóa hạ nhiệt sẽ thuận lợi hơn cho các DN sản xuất thịt

Chúng tôi kỳ vọng giá nông sản thế giới sẽ duy trì xu hướng giảm trong 2023 do 1) nguồn cung của hầu hết các mặt hàng lương thực tăng do sản lượng được cải thiện, 2) Ukraine tiếp tục quay trở lại cung cấp nông sản cho thị trường thế giới và 3) nhu cầu suy yếu. Do giá nhập khẩu nguyên vật liệu có độ trễ từ 3-6 tháng so với biến động giá nông sản thế giới, chúng tôi cho rằng giá thức ăn chăn nuôi sẽ hạ nhiệt dần từ Q2/23. Chúng tôi kỳ vọng của các DN sản xuất thịt sẽ ghi nhận biên LN góp cải thiện ở mức trung bình khoảng 2 điểm % svck trong 2023.

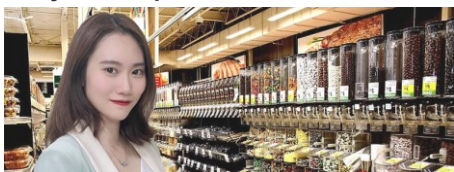
#### Chúng tôi ưa thích BAF và đưa DBC vào danh sách theo dõi

BAF có tiềm năng tăng trưởng dài hạn nhờ kế hoạch mở rộng công suất đàn với các trang trại mới và hệ thống phân phối thông qua siêu thị Siba Food và Meat shop. Công ty huy động vốn cho kế hoạch mở rộng thông qua phát hành 600 tỷ đồng trái phiếu riêng lẻ cho Tổ chức Tài chính Quốc tế (IFC) trong Q1/23. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng đưa DBC vào danh sách theo dõi. Rủi ro giảm giá bao gồm 1) giá các nguyên liệu đầu vào sản xuất thức ăn chăn nuôi cao hơn dự kiến, 2) nhu cầu tiêu thụ thịt thấp hơn dự kiến và 3) giá lợn hơi thấp hơn dự kiến.

Hình 1: Giá lợn hơi trong nước từ T1/2022 đến T4/2023



#### Chuyên viên phân tích



Hà Thu Hiền

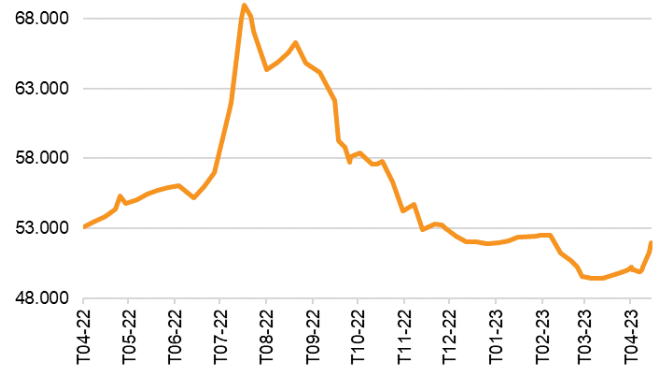
hien.hathu@vndirect.com.vn

Nguồn: VNDIRECTS RESEARCH, BLOOMBERG

## Điểm nhấn

### Giá lợn hơi trong nước (đồng/kg) phục hồi sau 6 tháng giảm liên tiếp

Chúng tôi cho rằng giá lợn tăng do 1) sản lượng lợn bán tháo ra thị trường do ảnh hưởng từ dịch tả lợn Châu Phi đã giảm dần và 2) lo ngại về vấn đề dư thừa nguồn cung đã lắng xuống khi các hộ nông dân ngừng hoạt động tái đàn và các doanh nghiệp chăn nuôi lớn chưa có kế hoạch mở rộng quy mô đàn lợn.



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, ANOVA FEED

### Giá lợn hơi tại Trung Quốc tiếp tục xu hướng giảm trong T4/2023

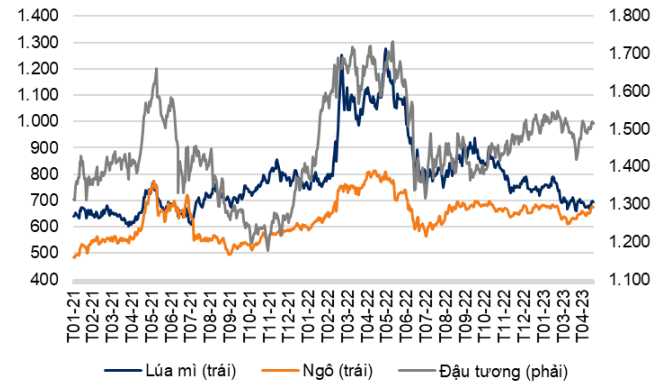
Giá lợn hơi tại Trung Quốc duy trì ở mức thấp 13,9 NDT/kg trong T4/2023 (-16,9% tính từ đầu năm và -9,5% so với tháng trước) do 1) nhu cầu tiêu thụ chưa phục hồi hoàn toàn sau dịch Covid-19 và 2) dư thừa nguồn cung do hộ chăn nuôi và các DN sản xuất thịt tái đàn mạnh mẽ trong Q4/22 khi giá lợn tăng mạnh.



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, ZHUWANG

### Giá nông sản thế giới (USD/Bu) có sự điều chỉnh kể từ mức đỉnh 2 năm

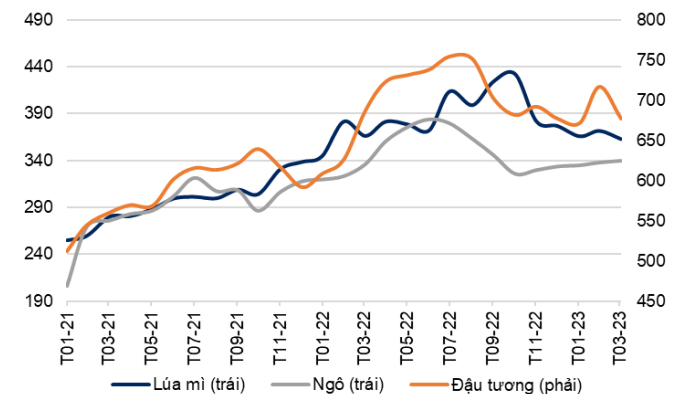
Giá lúa mì, ngô và đậu tương toàn cầu (nguyên liệu đầu vào sản xuất thức ăn chăn nuôi) đã giảm lần lượt 45,6%/17,0%/12,5% so với mức đỉnh 2 năm và 37,3%/15,6%/10,4% svck do 1) tình trạng gián đoạn vận chuyển do Covid đã giảm, 2) Lo ngại thiếu hụt nguồn cung do xung đột Nga - Ukraine lắng xuống, và 3) với các chính sách thắt chặt toàn cầu, nhu cầu tiêu thụ thực phẩm từ người tiêu dùng và nhu cầu sử dụng nguyên vật liệu cho sản xuất bắt đầu giảm.



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TRADING ECONOMICS

### Giá nhập khẩu một số nguyên liệu chính (USD/tấn) để sản xuất thức ăn chăn nuôi tại Việt Nam

Giá lúa mì, ngô, đậu tương trong nước cũng bắt đầu giảm theo xu hướng giá thế giới. Tuy nhiên, do các nhà nhập khẩu trong nước ký hợp đồng kỳ hạn/tương lai nên giá nhập khẩu thực tế sẽ trễ từ 3-6 tháng so với diễn biến giá nông sản toàn cầu.



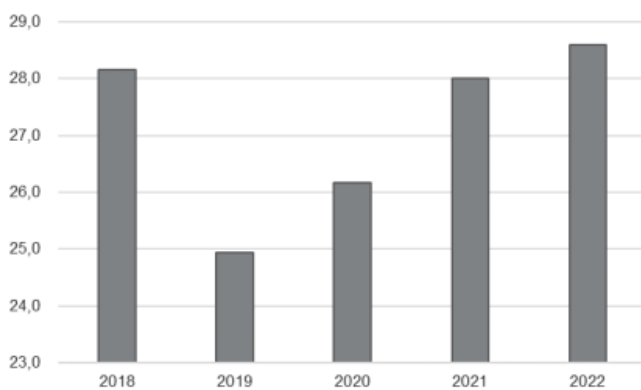
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FIINPRO

## Chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp sản xuất thịt sẽ ghi nhận kết quả tích cực hơn từ năm 2023

### Chúng tôi kỳ vọng giá lợn hơi sẽ cải thiện từ Q2/23

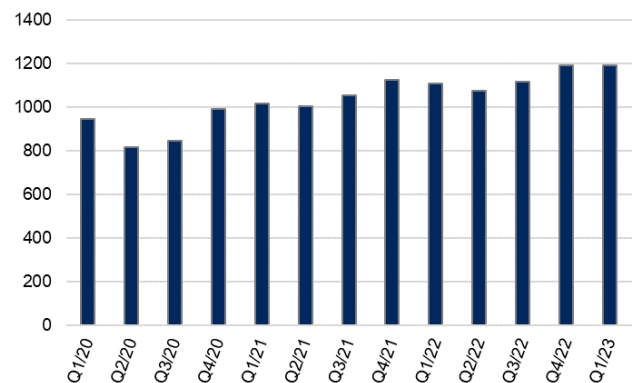
Chúng tôi cho rằng giá lợn hơi tăng thời gian gần đây chủ yếu do sản lượng lợn bán tháo ra thị trường giảm bớt kéo theo lo ngại về dư thừa nguồn cung giảm xuống. Chúng tôi chưa nhận thấy dấu hiệu thiếu nguồn cung thịt lợn do tổng đàn lợn cả nước vẫn tăng 6,2% svck – tương đương với giai đoạn trước dịch ASF và sản lượng thịt lợn hơi tăng 7,5% svck trong Q1/23. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá lợn hơi tăng nhẹ trong Q2/23 và sẽ cải thiện rõ rệt hơn trong Q3/23 khi nhu cầu tiêu dùng phục hồi.

Hình 2: Tổng đàn lợn đã trở lại mức trước dịch tả lợn Châu Phi (đơn vị: triệu con)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, GSO

Hình 3: Sản lượng thịt lợn hơi duy trì ở mức ổn định trong Q1/23 (đơn vị: nghìn tấn)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, GSO

Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi cho rằng giá lợn sẽ tăng 5% svck lên 59.000 đồng/kg vào năm 2023, nhờ giá thịt lợn Trung Quốc phục hồi khi nền kinh tế mở cửa trở lại, điều này có thể ảnh hưởng một phần đến giá trong nước, và nguồn cung từ các hộ chăn nuôi giảm do giá lợn giảm trong thời gian gần đây. Giá thành sản xuất trung bình của hộ chăn nuôi vào khoảng 55.000 đồng đến 60.000 đồng/kg thịt lợn, do đó với mặt bằng giá lợn hơi hiện tại, chúng tôi không kỳ vọng hộ chăn nuôi sẽ tái đàn mạnh trong ngắn hạn. Theo Hội Chăn nuôi Việt Nam, hiện có khoảng 45 - 50% trang trại lớn treo chuồng, 70 - 75% gia trại và số hộ chăn nuôi tạm ngừng tái đàn. Nguyên nhân do chi phí đầu vào tăng, trong khi giá bán ra thấp. Chúng tôi ước tính doanh thu các doanh nghiệp sản xuất thịt sẽ tăng trung bình khoảng 3,6% svck trong 2023.

### Giá hàng hóa hạ nhiệt sẽ thuận lợi hơn cho các DN sản xuất thịt

Chúng tôi kỳ vọng giá nông sản toàn cầu duy trì xu hướng giảm trong 2023 nhờ 1) nguồn cung của hầu hết các mặt hàng lương thực tăng do sản lượng được cải thiện, 2) Ukraine tiếp tục quay trở lại cung cấp nông sản cho thị trường thế giới, 3) nhu cầu suy yếu và 4) gián đoạn vận chuyển phục hồi hoàn toàn sau giai đoạn 2021-22, cùng với nhu cầu giảm do kinh tế toàn cầu tăng trưởng chậm lại sẽ khiến chi phí vận chuyển giảm. Trong đó, giá ngô và khô đậu tương được dự báo giảm 7,9%/1,8% svck vào năm 2023. Do giá thức ăn chăn nuôi trong nước có độ trễ so với giá nông sản thế giới, chúng tôi kỳ vọng chi phí thức ăn chăn nuôi sẽ giảm dần từ Q2/23. Do đó, chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp sản xuất thịt sẽ ghi nhận biên LN gộp cải thiện ở mức trung bình 2 điểm % svck trong 2023.

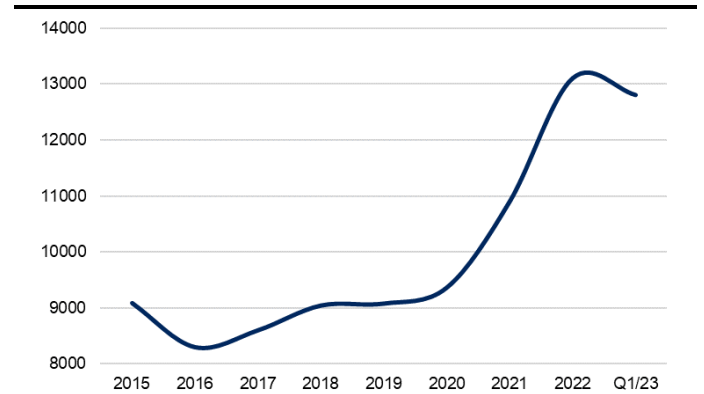
Bên cạnh đó chúng tôi cho rằng chi phí thức ăn chăn nuôi thấp sẽ có tác động tích cực tới cả các DN sản xuất thịt và hộ chăn nuôi nhỏ lẻ. Trong dài hạn, chúng tôi cho rằng các hộ chăn nuôi sẽ thận trọng trong việc tái đàn nhằm quan sát biến động giá lợn hơi trên thị trường. Thêm vào đó, họ cũng không có đủ vốn để ngay lập tức tái đàn với quy mô lớn do đã chịu lỗ trong hai năm liên tiếp vì giá lợn hơi thấp. Do đó chúng tôi cho rằng nguồn cung sẽ không bị ảnh hưởng đáng kể trong năm tới.

**Hình 4: Ngân hàng thế giới dự báo giá nông sản toàn cầu sẽ giảm trong năm 2023 trước khi ổn định vào năm 2024 (đơn vị: USD/tấn)**

	2020	2021	2022	2023	2024
<b>Ngô</b>	165	260	315	290	287
svck		57,6%	21,2%	-7,9%	-1,0%
<b>Khô đậu tương</b>	394	481	550	540	539
svck		22,1%	14,3%	-1,8%	-0,2%
<b>Lúa mi</b>	232	315	430	410	405
svck		35,8%	36,5%	-4,7%	-1,2%
<b>Gạo</b>	497	458	435	435	436
svck		-7,8%	-5,0%	0,0%	0,2%
<b>Đậu tương</b>	407	583	680	650	641
svck		43,2%	16,6%	-4,4%	-1,4%

Nguồn: VNDIRECTS RESEARCH, WORLD BANK

**Hình 5: Giá thực ăn cho lợn từ 2015 đến Q1/23 (đồng/kg)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CHAN NUOI THU Y

## Chúng tôi ưa thích BAF và đưa DBC vào danh sách theo dõi

### Các DN sản xuất thịt chăn chừ trong việc đưa ra kế hoạch mở rộng

Chúng tôi nhận thấy hai ông lớn trong ngành là DBC và MML vẫn chưa đưa ra kế hoạch mở rộng cụ thể. Đa số các DN cho rằng ngành thịt sẽ gặp khó khăn trong 6T23 do nhu cầu yếu. Chúng tôi cho rằng đây cũng là lý do khiến các công ty 3F chần chừ trong việc đưa ra kế hoạch mở rộng sản xuất, ngoại trừ những tay chơi mới muốn thâm nhập sâu hơn vào ngành thịt như BAF và HAG.

**Hình 6: Kế hoạch kinh doanh năm 2023 các doanh nghiệp sản xuất thịt**

Mã	DN sản xuất thịt	Kế hoạch doanh thu 2023 (tỷ đồng)		Kế hoạch LNST 2023 (tỷ đồng)	
		So với 2022		So với 2022	
DBC	CTCP Tập đoàn DABACO Việt Nam	24.562	11%	569	113 lần
MML	CTCP Masan MeatLife	8.500-9.000	76,3%	(300)	N/a
HAG	CTCP Hoàng Anh Gia Lai	5.120	0,2%	1.130	0,4%
VSN	CTCP Việt Nam Kỹ nghệ Súc sản	4.100	5,8%	170	-2,0%
BAF	CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam	7.600	7,3%	301	5,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, COMPANY REPORTS

Trong năm 2023, BAF có kế hoạch xây dựng ba trang trại mới bao gồm một trang trại ở Bình Phước (công suất 6.250 lợn giống và 30.000 lợn thịt) trong khi hai trang trại còn lại ở Nghệ An với tổng công suất 5.000 lợn giống và 90.000 lợn thịt. Ngoài ra, công ty còn hướng tới mở rộng mạng lưới phân phối thông qua hệ thống siêu thị Siba và hệ thống Meat shop. Trong khi đó, đối thủ mới – HAG cũng đã lên kế hoạch xây dựng hệ thống phân phối của riêng mình trong giai đoạn 2022-2023. Tuy nhiên, trong buổi gặp gỡ cổ đông gần đây, HAG tuyên bố sẽ nâng tỷ lệ cửa hàng nhượng quyền lên 80% thay vì xây dựng cửa hàng mang thương hiệu riêng do không đủ vốn.

## Chúng tôi ưa thích BAF và đưa DBC vào danh sách theo dõi

Chúng tôi ưa thích BAF do:

- BAF có tiềm năng tăng trưởng dài hạn nhờ kế hoạch mở rộng công suất đàn với các trang trại mới và hệ thống phân phối qua các siêu thị Siba Food và chuỗi cửa hàng Meat Shop. Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp sẽ cải thiện 1,5 điểm % trong năm 2023 khi mô hình kinh doanh 3F tiếp tục tăng tỷ trọng đóng góp vào lợi nhuận gộp của BAF với biên LN gộp cao hơn đáng kể so với mảng kinh doanh nông nghiệp.
- Công ty có khả năng huy động vốn cho kế hoạch mở rộng thông qua phát hành 600 tỷ đồng trái phiếu riêng lẻ cho Tổ chức Tài chính Quốc tế (IFC) trong Q1/23. Bên cạnh đó, BAF vẫn duy trì bằng cân đối kế toán lành mạnh với đòn bẩy thấp là 0,6 lần trong năm 2023, điều này cho phép công ty giảm thiểu rủi ro đến từ lãi suất cao.
- Chúng tôi kỳ vọng BAF ghi nhận doanh thu tăng nhẹ 2,1% svck trong khi LN ròng cải thiện 6,0% svck trong năm 2023, tương đương với kế hoạch kinh doanh của công ty.

Trong khi đó, chúng tôi đưa DBC vào danh sách theo dõi. Trong 2023, chúng tôi ước tính doanh thu mảng thịt tăng trưởng 8,5% svck trong khi biên LN gộp mở rộng 5,0 điểm % svck nhờ chi phí thức ăn chăn nuôi hạ nhiệt. Chúng tôi dự phóng DBC ghi nhận LN ròng gấp 76,3 lần so với 2022. Chúng tôi cho rằng công ty sẽ ghi nhận lợi nhuận từ việc bàn giao dự án BĐS Park City – Huyện Quang trong năm nay, đóng góp 37% vào lợi nhuận của công ty. Trong năm 2023, DBC đặt kế hoạch LN ròng đạt 569 tỷ đồng, tương đương với 146% dự phóng của chúng tôi. Chúng tôi cho rằng công ty đặt kế hoạch kinh doanh năm 2023 khá tích cực trogn bối cảnh nhu cầu tiêu thụ vẫn yếu trong 6T23 và giá lợn chưa có dấu hiệu tăng mạnh.

Hình 7: So sánh doanh nghiệp cùng ngành (19/04/2023)

Công ty	Mã CK	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa tr USD	P/E (lần)		P/B (lần)		Tăng trưởng EPS 3 năm	ROE (%)		ROA (%)	
		Nội tệ	Nội tệ			TTM	2023	TTM	2023	TTM	2023	TTM	2023	
<b>Các DN sản xuất thịt niêm yết tại Việt Nam</b>														
CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam	BAF VN	20.900	27.200	Khả quan	128	8,1	9,3	1,3	1,4	63,0	18,0	16,1	5,6	5,9
CTCP Masan MeatLife	MML VN	35.600	N/a	N/a	496	N/a	N/a	2,2	N/a	N/a	(2,7)	N/a	(1,2)	N/a
CTCP Tập đoàn DABACO Việt Nam	DBC VN	15.700	15.900	Trung lập	162	716,6	7,0	0,8	N/a	78,8	0,1	9,8	0,0	N/a
Tổng Công ty Chăn nuôi Việt Nam	VLC VN	14.900	N/a	N/a	109	32,3	N/a	0,8	N/a	29,6	3,0	N/a	2,4	N/a
CTCP Hoàng Anh Gia Lai	HAG VN	8.150	N/a	N/a	322	6,7	N/a	1,5	N/a	N/a	23,8	N/a	5,9	N/a
<i>Trung bình</i>							190,9	8,2	1,3	1,4	57,1	8,5	13,0	2,6
<i>Trung vị</i>							20,2	8,2	1,3	1,4	63,0	3,0	13,0	2,4

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Rủi ro ngành bao gồm:

- Căng thẳng kéo dài giữa Nga và Ukraine ảnh hưởng đến hoạt động vận tải biển ở Biển Đen có thể gây áp lực tăng giá ngũ cốc toàn cầu.
- Dịch tả lợn Châu Phi bùng phát có thể ảnh hưởng đến nguồn cung thịt trong năm 2023.
- Người tiêu dùng tiếp tục thắt chặt hầu bao có thể khiến nhu cầu thịt yếu hơn dự kiến.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

### Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

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

### Nguyễn Thanh Tuấn – Trưởng phòng

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

### Hà Thu Hiền – Chuyên viên phân tích

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

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

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

Điện thoại: +84 2439724568

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

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