

Báo cáo ngành
30/09/2022

Ngành nông nghiệp

“Cuộc đua” 3F ngày càng gay gắt

- Chúng tôi cho rằng thịt có thương hiệu sẽ dần thay thế thịt không thể truy xuất nguồn gốc, tạo cơ hội phát triển cho các doanh nghiệp 3F.
- Chúng tôi ưa thích BAF và đưa DBC, MML vào danh sách theo dõi.

3F và thịt có thương hiệu: Sân chơi đã có sẵn những đối thủ lớn

Mặc dù thu hút sự chú ý của người tiêu dùng nhờ tên thương hiệu đặc biệt, nhưng chúng tôi cho rằng sản phẩm “Heo ăn chuối” không có quá nhiều khác biệt so với những sản phẩm thịt sạch đang có trên thị trường, xét ở góc độ tiêu dùng. Giá trị thị trường ngành thịt Việt Nam ước tính đạt 8,9 tỷ USD vào năm 2021, với sự tham gia của nhiều công ty lớn như CP Food, GreenFeed, Japfa, CJ Vina, Dabaco và Masan Meatlife. Bên cạnh đó, sắp tới sẽ có thêm một đối thủ mới gia nhập “cuộc đua 3F” – Nova Consumer (thành viên của NovaGroup). Chúng tôi cho rằng sân chơi “3F” hiện đã khá chật chội với nhiều thương hiệu quen thuộc với người tiêu dùng.

HAG và câu chuyện “Heo ăn chuối”

Ngày 17-9, Tập đoàn Hoàng Anh Gia Lai (HAG VN, HOSE) đã chính thức ra mắt thương hiệu Bapi “Heo ăn chuối” và cửa hàng BapiMart đầu tiên tại TP. HCM với sản phẩm chủ lực là thịt lợn mảnh. “Heo ăn chuối” được giới thiệu là sản phẩm thịt thơm ngon và sạch do lợn ăn chuối sạch quanh năm ít mắc bệnh dịch hơn. Sự gia nhập của HAG phần nào đang “hợp xu thế” khi có sự dịch chuyển trong thói quen của người tiêu dùng từ mua thịt ở chợ, không rõ nguồn gốc sang những nơi có thương hiệu, có tiêu chuẩn cao hơn về chất lượng, an toàn thực phẩm. Tuy nhiên, theo khảo sát của chúng tôi, “Heo ăn chuối” vẫn chưa xuất hiện nhiều trong hệ thống siêu thị, chợ truyền thống và các cửa hàng thực phẩm.

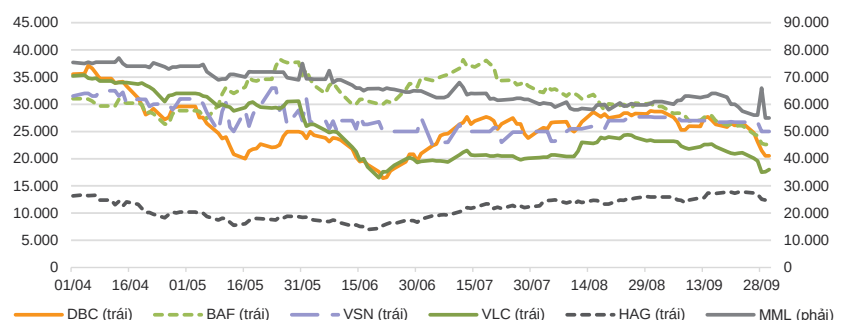
Cơ hội vẫn rộng mở cho những thương hiệu thịt sạch

Chúng tôi tin rằng thu nhập cao hơn, kiến thức dinh dưỡng và nhận thức về sức khỏe của người dân Việt Nam ngày càng được nâng cao sẽ dẫn đến nhu cầu về thịt sạch tăng lên. Theo Ipsos Việt Nam, phân khúc thịt lợn thương hiệu tại Việt Nam vẫn còn dư địa tăng trưởng khoảng 10% -15% mỗi năm, do phân khúc này mới chỉ chiếm khoảng 10% toàn thị trường. Do vậy đây vẫn là một thị trường tiềm năng cho các nhà sản xuất thịt đi theo câu chuyện “thịt sạch và có nguồn gốc rõ ràng”.

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

Chúng tôi ưa thích BAF do công ty đang bắt đầu giai đoạn mở rộng để trở thành một trong 3 công ty chăn nuôi sở hữu đàn lợn lớn nhất cả nước. Bên cạnh đó, nhà đầu tư cũng có thể quan sát thêm các mã cổ phiếu DBC và MML là những doanh nghiệp sản xuất thịt có thương hiệu niêm yết trên thị trường. Hiện tại, cổ phiếu của các DN sản xuất thịt (DBC, MML, HAG, VSN) đang được giao dịch ở mức P/E 15,1-18,2x, mức định giá theo chúng tôi là không quá hấp dẫn. Nhà đầu tư nên thận trọng và chọn lọc các cổ phiếu trong giai đoạn này.

Hình 1: Diễn biến giá cổ phiếu các doanh nghiệp sản xuất thịt từ T4/22 đến nay (đồng)



Chuyên viên phân tích:



Hà Thu Hiền

hien.hathu@vndirect.com.vn

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

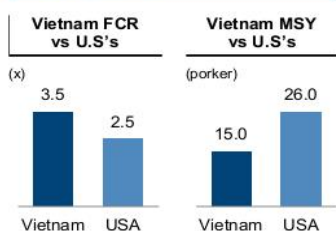
“CUỘC ĐUA” 3F NGÀY Càng GAY CẤN

Thịt lợn từ mô hình 3F sẽ dần thay thế thịt không rõ nguồn gốc

Thịt lợn là loại thịt thiết yếu ở Việt Nam, chiếm 66% tổng lượng thịt tiêu thụ, theo sau là thịt gia cầm và thịt bò. Mặc dù thịt lợn là loại thịt chính, thị trường thịt lợn trong nước vẫn duy trì ở mức thấp vì 95% thịt lợn tiêu thụ là thịt ầm và không an toàn (lợn được nuôi bằng thuốc kháng sinh hoặc tăng trọng; giết mổ quy mô nhỏ, tiêu chuẩn vệ sinh thấp, thịt được vận chuyển mà không có kiểm soát thú y, được bán ở các chợ có nguy cơ truyền nhiễm cao).

Hình 2: Thịt lợn tại Việt Nam vẫn có nguy cơ truyền nhiễm cao

Chăn nuôi Hiệu quả thấp



- Tỷ lệ chuyển đổi thức ăn chăn nuôi - thịt (FCR) của Việt Nam chỉ bằng 70% của Mỹ
- Hệ số MSY chỉ bằng 55% của Mỹ vì người nuôi heo có thói quen sử dụng thức ăn chăn nuôi tự làm
- Lạm dụng kháng sinh và kích thích tăng trọng

Giết mổ Manh mún và không an toàn



- Công nghiệp giết mổ của Việt Nam hiện tại chỉ ở cấp độ Trung quốc những năm 2000: **Manh mún**, chủ yếu được thực hiện bởi những lò mổ địa phương nhỏ lẻ không đảm bảo vệ sinh
- Các phương tiện giết mổ thô sơ dẫn đến sản phẩm thịt heo kém vệ sinh

Logistics Nhỏ lẻ và không an toàn



- Heo sau khi mổ được vận chuyển tới chợ truyền thống để tiêu thụ trên các phương tiện thô sơ
- Tiêu chuẩn vệ sinh kém, không thể kiểm soát lây nhiễm bệnh dịch, vi khuẩn

Phân phối Nhỏ lẻ và không an toàn



- 95%+** thịt lợn được phân phối thông qua chợ truyền thống
- Thịt ôi và nhanh chóng bị phân hủy vì bày bán ở điều kiện nhiệt độ phòng
- Rủi ro thịt bị nhiễm khuẩn rất cao

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, MASAN MEATLIFE

Chúng tôi cho rằng thu nhập, kiến thức dinh dưỡng và nhận thức về sức khỏe của người Việt Nam ngày càng tăng, đặc biệt là sau ảnh hưởng của dịch tả lợn Châu Phi và Covid-19, dẫn đến nhu cầu thịt sạch tăng lên. Các sản phẩm thịt sạch là đầu ra của mô hình 3F: Feed – doanh nghiệp tự sản xuất thức ăn chăn nuôi, đảm bảo đáp ứng cân bằng dinh dưỡng đầy đủ cho từng giai đoạn phát triển của động vật, Farm - trang trại chăn nuôi được phát triển ở quy mô công nghiệp, động vật được nuôi trong các trang trại khép kín, đáp ứng các tiêu chuẩn vệ sinh và Food – thịt lợn hơi được kiểm soát nghiêm ngặt bởi nhà sản xuất nhằm đáp ứng tiêu chuẩn của Chính phủ và hoàn toàn rõ nguồn gốc. Xu hướng này phát triển mạnh ở khu vực thành thị, nhờ sự phát triển của kênh thương mại hiện đại giúp người tiêu dùng dễ dàng tiếp cận với thịt sạch có thương hiệu và rõ nguồn gốc. Do đó, chúng tôi cho rằng thị trường thịt lợn Việt Nam vẫn còn tiềm năng tăng trưởng và các doanh nghiệp áp dụng mô hình 3F sẽ được hưởng lợi từ xu hướng chuyển đổi nhu cầu sang thịt sạch ở khu vực thành thị.

Những nhân tố mới tham gia “cuộc đua 3F”

Cùng với nhóm doanh nghiệp nước ngoài, thị trường sản xuất và chế biến thịt lợn cũng xuất hiện nhiều doanh nghiệp trong nước như HAG, BAF. Ngày 17-9, Tập đoàn Hoàng Anh Gia Lai (HAG VN, HOSE) đã chính thức ra mắt thương hiệu Bapi “Heo ăn chuối” và cửa hàng BapiMart đầu tiên tại TP. HCM với sản phẩm chủ lực là thịt lợn mảnh cùng một số thực phẩm chế biến từ thịt: thịt nguội, chả lụa, xúc xích. “Heo ăn chuối” được giới thiệu là sản phẩm thịt thơm

ngon và sạch do lợn ăn chuối sạch quanh năm ít mắc bệnh dịch hơn. Bên cạnh đó việc tận dụng được nguồn chuối thải loại làm thức ăn chăn nuôi cũng giúp “Heo ăn chuối” giảm được giá thành sản xuất.

Hình 3: “Heo ăn chuối” – sản phẩm của HAG



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VIETRO MART

Hình 4: Cửa hàng Bapi mart



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, WEBSITE CÔNG TY

Bên cạnh HAG còn có một cái tên mới nổi khác là BAF. Ra mắt sản phẩm từ năm 2021, đến nay thịt thương hiệu của BAF đã có mặt tại 50 cửa hàng Siba Food và 250 cửa hàng Meat Shop. Hiện nay, BAF có quy mô đàn lợn hơn 200.000 con (bao gồm lợn thịt và lợn giống), hai nhà máy thức ăn chăn nuôi và 15 trang trại rộng khắp khu vực phía Nam.

Hình 5: Cửa hàng Siba Food



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, INTERNET

Hình 6: Thịt lợn nhãn hiệu BAF bán tại các cửa hàng Siba Food



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, INTERNET

Chúng tôi cho rằng sự gia nhập của BAF và HAG đang “phù hợp với thời đại” những bước dịch chuyển trong thói quen của người tiêu dùng từ mua thịt ở chợ, không rõ nguồn gốc sang những nơi có thương hiệu, có tiêu chuẩn cao hơn về chất lượng, an toàn thực phẩm

3F và thịt có thương hiệu: Sân chơi đã có sẵn những đối thủ lớn

Mặc dù thu hút sự chú ý của người tiêu dùng nhờ tên thương hiệu đặc biệt, nhưng chúng tôi cho rằng sản phẩm “Heo ăn chuối” không có quá nhiều khác biệt so với những sản phẩm thịt sạch đang có đối với thị trường, xét ở góc độ tiêu dùng. Giá trị thị trường ngành thịt Việt Nam ước tính đạt 8,9 tỷ USD vào năm 2021, với sự tham gia của nhiều công ty lớn như CP Food, GreenFeed, Japfa, CJ Vina, Dabaco và Masan Meatlife. Trong đó CP Việt Nam, công ty con của Tập đoàn CP Thái Lan, là DN sản xuất thịt lợn nhất Việt Nam với thị phần thịt lợn ước tính khoảng 17-18%. Một cái tên đáng chú ý khác là Meat Deli (thương hiệu của Masan Meatlife) ra mắt thị trường vào cuối năm 2019.

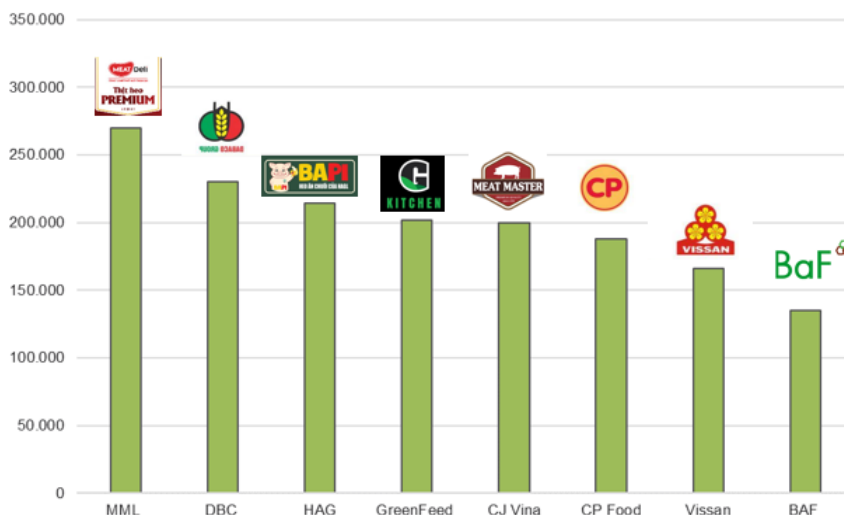
Sau 2 năm ra mắt, sản phẩm Meat Deli đã có mặt rộng rãi trên hệ thống siêu thị Winmart và chiếm khoảng 2-3% thị phần. Sản phẩm thịt mát Meat Deli của MML vẫn đang đứng đầu về mức giá trong phân khúc thịt lợn có thương hiệu với câu chuyện “Thịt mát theo tiêu chuẩn Châu Âu đầu tiên tại Việt Nam” - sử dụng công nghệ đóng gói Oxy Fresh 9. Chúng tôi cho rằng sân chơi “3F” hiện đang khá chật chội mới nhiều đối thủ mạnh. Tuy nhiên theo Ipsos Việt Nam, phân khúc thịt lợn thương hiệu tại Việt Nam vẫn còn dư địa tăng trưởng khoảng 10% -15% mỗi năm, do phân khúc này mới chỉ chiếm khoảng 10% toàn thị trường. Do vậy đây vẫn là một thị trường tiềm năng cho các nhà sản xuất thịt có sự đầu tư vào hệ thống chăn nuôi, phân phối qua điểm bán hiện tại và đi theo câu chuyện “thịt sạch và có nguồn gốc rõ ràng”.

Hình 7: Một số doanh nghiệp chăn nuôi kinh doanh mô hình 3F theo chuỗi khép kín

	Feed	Farm	Food	Cửa hàng bán lẻ có thương hiệu	Hệ thống phân phối
	02 nhà máy thức ăn chăn nuôi, tổng công suất 275.000 tấn/năm	15 trang trại nuôi lợn với công suất 109.200 con lợn thịt và 18.200 con lợn giống	Chuẩn bị xây dựng hai nhà máy chế biến thịt với công suất 240 con lợn thịt/giờ.	50 cửa hàng Siba Food và 250 quầy Meat Shop	Sản phẩm thịt của BAF chưa có mặt tại các siêu thị lớn khác
	01 nhà máy có công suất 600 tấn/ngày + 05 dây chuyền sấy bột chuối	Quy mô đàn lợn thịt khoảng 500.000 con	Giết mổ và sản xuất thịt gia công qua bên thứ ba, có sự giám sát của DN	Cửa hàng Bapi Mart	Sản phẩm thịt của HAG chưa có mặt tại các siêu thị lớn khác
	Hợp tác với De Heus – cung cấp thức ăn chăn nuôi cho MML	01 trang trại công suất 250.000 con	02 nhà máy sản xuất, chế biến thịt, tổng công suất 280.000 tấn/năm	Hệ thống cửa hàng Meat Deli	Sản phẩm thịt của MML có mặt trên toàn bộ hệ thống siêu thị Winmart và các siêu thị lớn khác
	09 nhà máy với tổng công suất 1.500.000 tấn/năm	08 trang trại với quy mô gần 1.000.000 con	Giết mổ và sản xuất thịt gia công qua bên thứ ba, có sự giám sát của DN	04 siêu thị Dabaco tại Bắc Ninh và một số cửa hàng Dabaco tại Hà Nội	Lợn thịt DBC chủ yếu phân phối thông qua thương lái
	10 nhà máy sản xuất thức ăn chăn nuôi	Chủ yếu hợp tác với các hộ nông dân	05 nhà máy sản xuất chế biến thịt	Hệ thống cửa hàng CP Food	Sản phẩm của CP Food có độ phủ rộng rãi ở hầu hết các siêu thị lớn và cửa hàng bán lẻ trên toàn quốc
	Chưa tập trung vào sản xuất thức ăn chăn nuôi	Chủ yếu hợp tác với các hộ nông dân	01 cụm công nghiệp chế biến và 01 nhà máy	Các cửa hàng Vissan chủ yếu tập trung ở các tỉnh phía Nam	100 nhà phân phối và hơn 130.000 điểm bán hàng trên toàn quốc

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 8: So sánh giá thịt (ba chỉ) thương hiệu trên thị trường (đơn vị: đồng/kg)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, WEBSITE CÔNG TY

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

Chúng tôi ưa thích BAF do công ty đang bắt đầu giai đoạn mở rộng để trở thành một trong 3 công ty chăn nuôi sở hữu đàn lợn lớn nhất cả nước, đứng sau GreenFeed Việt Nam vào năm 2030. Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của BAF sẽ tăng trưởng bình quân 16,2% svck trong giai đoạn 2023-2024, nhờ vào việc mở rộng công suất. Do đó chúng tôi khuyến nghị Khả quan với BAF với giá mục tiêu là 33.500đ/cp.

Bên cạnh đó, nhà đầu tư cũng có thể quan sát thêm các mã cổ phiếu DBC và MML là những doanh nghiệp sản xuất thịt có thương hiệu niêm yết trên thị trường:

- DBC là một trong các doanh nghiệp thức ăn chăn nuôi công nghiệp đầu tiên tại Việt Nam với vị thế vững chắc ở khu vực miền Bắc. Doanh nghiệp đã phát triển đầy đủ mô hình kinh doanh 3F từ năm 2010 và hiện nằm trong số 10 nhà sản xuất hàng đầu trong chuỗi giá trị thịt lợn và gia cầm.
- MML là doanh nghiệp tiên phong trong lĩnh vực sản xuất thịt mát đồng thời có mặt trên toàn bộ chuỗi giá trị thịt lợn. Meat Deli (thương hiệu của Masan Meatlife) ra mắt thị trường vào cuối năm 2019. Sau 2 năm ra mắt, sản phẩm Meat Deli đã có mặt rộng rãi trên hệ thống siêu thị Winmart và chiếm khoảng 2-3% thị phần.

Rủi ro đầu tư:

- Điều kiện thời tiết không thuận lợi cùng với việc hạn chế xuất khẩu tại một số nước xuất khẩu nông sản lớn trên thế giới có thể gây áp lực khiến giá nông sản thế giới quay trở lại đà tăng.
- Dịch tả lợn Châu Phi tái bùng phát thời gian gần đây tại các tỉnh phía Nam khiến các hộ nông dân bán tháo đàn, gây dư thừa nguồn cung.
- Đối với doanh nghiệp mới (như BAF, HAG), chúng tôi nhận thấy một số rào cản gia nhập ngành bao gồm 1) cạnh tranh từ các công ty đã có sẵn thị phần và 2) đảm bảo được hệ thống nhà máy và trang trại khép kín từ khâu sản xuất thức ăn chăn nuôi đến cung cấp thịt thành phẩm ra thị trường.

Hình 9: So sánh DN cùng ngành

Công ty	Mã Bloomberg	Giá mục tiêu (Đv tiền bản địa)	Giá đóng cửa (Đv tiền bản địa)	Vốn hóa (tr US\$)	Tăng trưởng EPS 3 năm CAGR (%)	P/E (lần) 2022	P/E (lần) 2023	EV/EBITDA (lần) 2022	EV/EBITDA (lần) 2023	ROA (%) 2022	ROA (%) 2023	ROE (%) 2022	ROE (%) 2023
CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam	BAF VN	33.500	22.650	136	N/a	11,2	9,1	8,4	7,3	5,9	6,5	17,6	15,8
CTCP Masan MeatLife	MML VN	73.400	55.400	755	170,3	44,8	59,8	108,1	41,0	8,5	5,6	8,2	6,1
CTCP Tập đoàn Dabaco Việt Nam	DBC VN	25.000	20.200	205	53,7	16,3	10,2	5,1	4,0	4,1	6,3	8,7	12,3
CTCP Việt Nam Kỹ nghệ Súc sản	VSN VN	N/a	25.800	85	3,4	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Tổng Công ty Chăn nuôi Việt Nam	VLC VN	N/a	18.200	132	11,1	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
CTCP Hoàng Anh Gia Lai	HAG VN	N/a	12.300	479	N/a	17,0	10,7	N/a	N/a	N/a	N/a	13,6	17,9
Trung bình					59,6	22,3	22,5	40,5	17,4	6,2	6,1	12,0	13,0

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG (dữ liệu ngày 30/09/2022)

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

Hà Thu Hiền – Chuyên viên Phân tích

Email: 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

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