

## Nông nghiệp

# Giá nông sản biến động trái chiều trong 2023

- Chúng tôi kỳ vọng giá nông sản và bột sữa sẽ hạ nhiệt trong 2023.
- Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá một số loại hàng hóa như đường và gạo vẫn sẽ giao động ở mức cao.
- Chúng tôi ưa thích BAF và đưa LTG, SBT vào danh sách theo dõi.

### Kỳ vọng chỉ số giá hàng hóa thực phẩm giảm trong năm 2023

Chúng tôi cho rằng giai đoạn 2023-24 sẽ thuận lợi hơn với các doanh nghiệp sản xuất thực phẩm nhờ 1) điều kiện thời tiết thuận lợi hơn cho vụ mùa của các nông sản chính, 2) chi phí vận chuyển sẽ giảm đáng kể sau khi bị gián đoạn logistic toàn cầu trong 2021-22 và 3) giá phân bón sẽ giảm mạnh. Do đó, chúng tôi kỳ vọng chỉ số giá hàng hóa thực phẩm sẽ duy trì xu hướng giảm, với giá trung bình của các sản phẩm giảm 6,1%-6,7% svck trong 2023, ngoại trừ dầu dừa và gạo.

### Giá đầu vào thấp hơn giúp nhà sản xuất thịt và sữa cải thiện biên LN gộp

Chúng tôi kỳ vọng giá thức ăn chăn nuôi sẽ hạ nhiệt dần từ Q2/23, giúp cải thiện biên lợi nhuận (LN) gộp của các nhà sản xuất thịt trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ thịt lợn trong nước vẫn còn yếu. Chúng tôi cũng cho rằng giá bột sữa sẽ hạ nhiệt trong 2023 (-5,0% svck) do nhu cầu nhập khẩu từ Trung Quốc giảm và nhu cầu tiêu thụ sữa trên toàn cầu có thể yếu trong ngắn hạn. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng các nhà sản xuất thịt và sữa sẽ ghi nhận biên LN gộp phục hồi trong 2023 khi áp lực từ chi phí nguyên vật liệu giảm bớt.

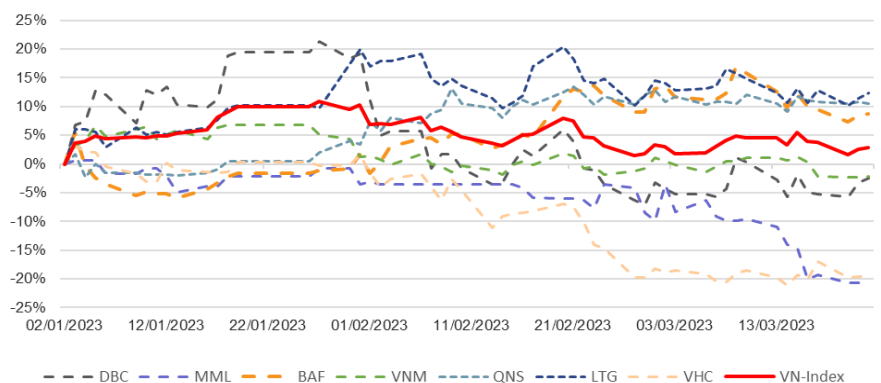
### Trong khi đó, giá bán của đường và gạo vẫn tiếp tục neo cao

Chúng tôi cho rằng giá đường trong nước sẽ duy trì ở mức cao trong năm 2023 nhờ thuế chống bán phá giá, trong khi lượng tồn kho đường nhập khẩu giá rẻ trong năm 2022 cũng giảm dần. Bên cạnh đó, xuất khẩu gạo của Việt Nam sẽ được hưởng lợi từ việc 1) Ấn Độ tiếp tục duy trì chính sách hạn chế xuất khẩu gạo, 2) nhu cầu gạo thế giới vẫn ở mức cao, 3) Việt Nam đang tập trung sản xuất gạo chất lượng cao để phù hợp với xu hướng tiêu dùng toàn cầu. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá gạo xuất khẩu và giá đường trong nước sẽ tăng 3,9%/4,0% svck trong 2023, hứa hẹn sẽ tiếp tục là một năm tích cực với các doanh nghiệp sản xuất gạo và đường.

### Chúng tôi ưa thích BAF và đưa LTG, SBT 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 LTG và SBT vào danh sách theo dõi. Rủi ro giảm giá bao gồm 1) giá nguyên liệu đầu vào cao hơn dự kiến, 2) tiêu dùng trong nước thấp hơn kỳ vọng và 3) thời tiết bất lợi có thể ảnh hưởng đến sản xuất nông nghiệp trong nước.

**Hình 1: Diễn biến giá các cổ phiếu ngành nông nghiệp thuộc danh sách theo dõi của chúng tôi trong Quý 1/2023**



Nguồn: VNDIRECTS RESEARCH, BLOOMBERG

### Chuyên viên phân tích:

**Hà Thu Hiền**

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

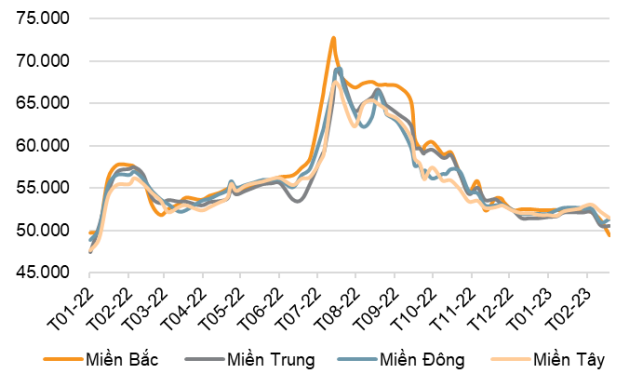
**Nguyễn Thanh Tuấn**

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

## Điểm nhấn

### Giá lợn hơi trong nước giảm 6 tháng liên tiếp.

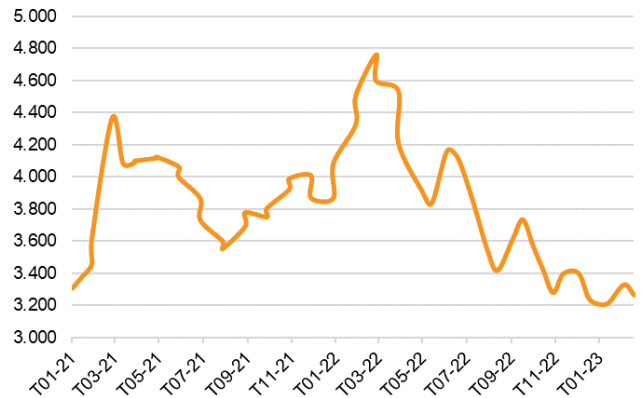
Chúng tôi nhận thấy một số nguyên nhân khiến thịt lợn giảm thời gian gần đây như 1) nguồn cung trong nước ổn định, 2) thu nhập của người lao động giảm sút dẫn đến việc thắt chặt chi tiêu, và 3) dịch tả lợn châu Phi (ASF) bùng phát gần đây khiến người chăn nuôi phải bán tháo lợn với số lượng lớn dẫn đến tình trạng dư thừa nguồn cung trên thị trường. Theo Tổng cục Thống kê (TCTK), tổng đàn lợn trong Q1/23 tăng 7,6% svck, trong khi ASF vẫn xuất hiện ở 10 tỉnh.



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, ANOVA FEED

### Giá bột sữa (USD/tấn) hạ nhiệt. Tính đến ngày 21/03/2023, giá bột sữa đã giảm 29,8% svck và thấp hơn 32,1% so với mức đỉnh vào T3/2022.

Chúng tôi kỳ vọng giá bột sữa sẽ tiếp tục giảm trong năm 2023 do 1) cầu nhập khẩu tại Trung Quốc giảm và 2) nhu cầu tiêu thụ sữa trên toàn cầu đang yếu trong ngắn hạn, trong khi sản lượng bột sữa được dự báo sẽ tăng trong năm 2023 nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi.



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, GLOBAL DAIRY TRADE

### Giá đường thế giới tăng lên gần mức cao nhất trong 6 năm do lo ngại về sản lượng (USD/pound).

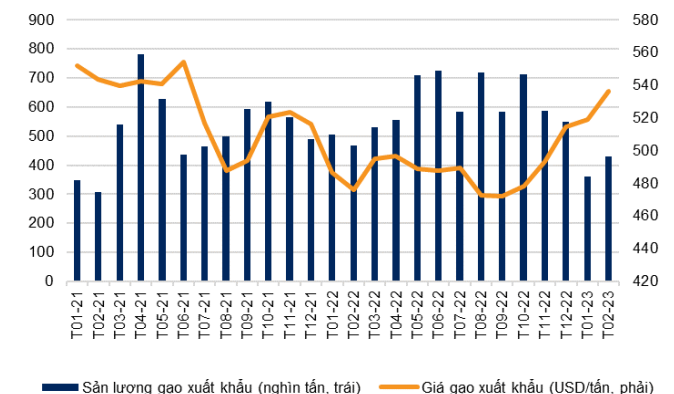
Chúng tôi nhận thấy giá đường thế giới tăng gần đây do 1) triển vọng nguồn cung đường bị ảnh hưởng bởi điều kiện thời tiết bất lợi tại Ấn Độ (mưa lớn) và 2) các nhà sản xuất mía đường Brazil dự kiến sẽ tiếp tục ưu tiên sản xuất ethanol thay vì đường trong niên vụ 2023-24.



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TRADING ECONOMICS

### Giá gạo xuất khẩu tiếp tục tăng. Trong tháng 2/2023, giá trị xuất khẩu gạo Việt Nam tăng 3,2% svck.

Trong đó, sản lượng xuất khẩu giảm 8,3% svck trong khi giá xuất khẩu tăng 12,6% svck. Chúng tôi kỳ vọng giá gạo xuất khẩu tiếp tục tăng do nhu cầu dự trữ lương thực trên thế giới vẫn cao.

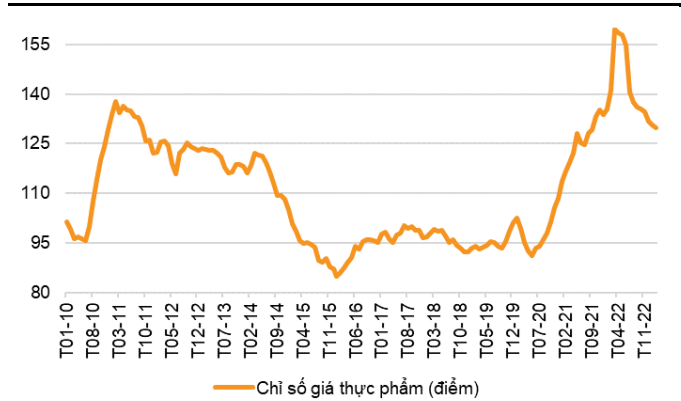


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FIINPRO

## Chỉ số giá hàng hóa thực phẩm toàn cầu giảm 11 tháng liên tiếp

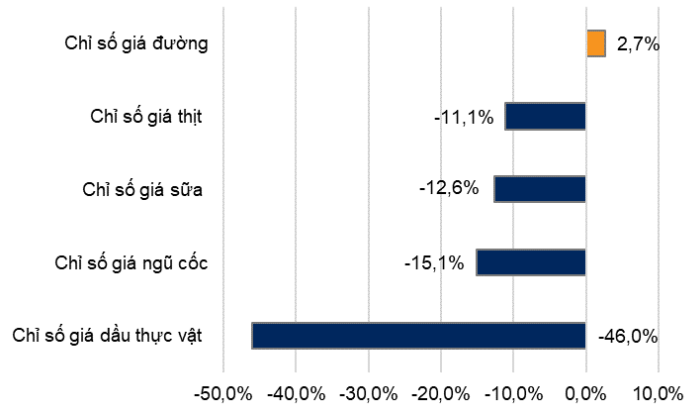
### Chỉ số giá hàng hóa thực phẩm tiếp tục giảm trong Q1/23

Hình 2: Chỉ số giá hàng hóa thực phẩm giảm 11 tháng liên tiếp



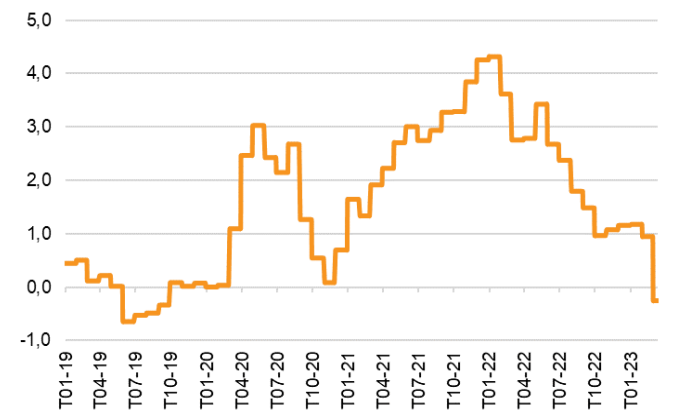
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FAO

Hình 3: Diễn biến chỉ số giá các hàng hóa thực phẩm trong T2/2023 so với mức đỉnh vào Q2/22



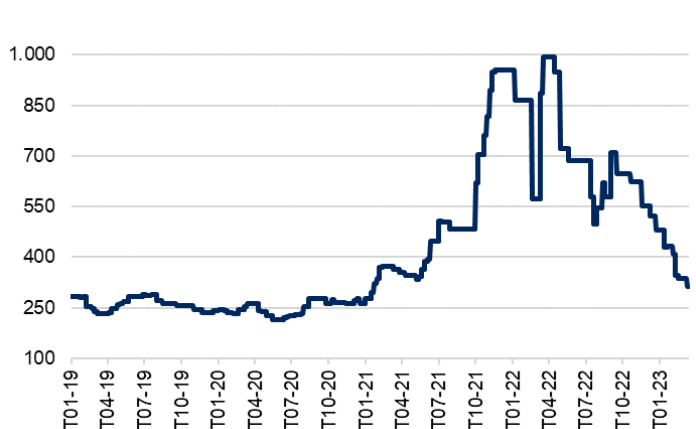
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FAO

Hình 4: Chỉ số giá đoạn nguồn cung giảm mạnh kể từ nửa cuối năm 2022 (đơn vị: điểm)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 5: Giá phân Ure giảm 68,6% từ đỉnh T4/2022 (đơn vị: USD/tấn)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

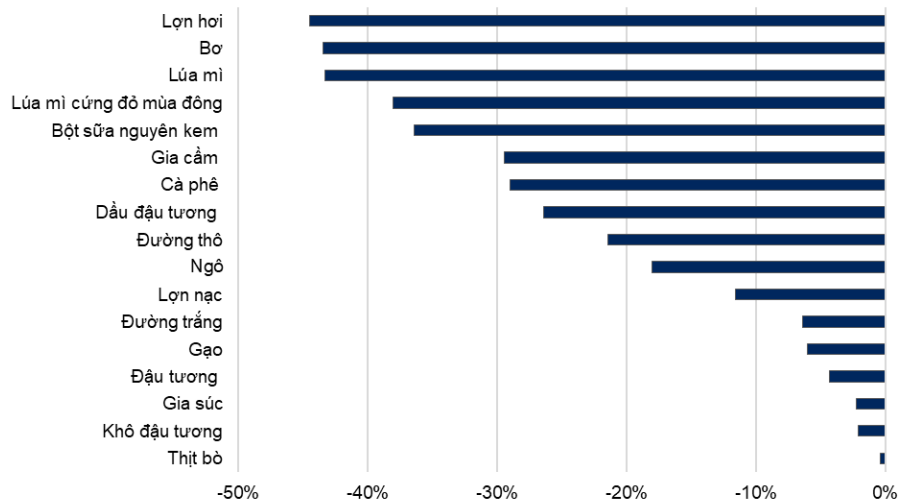
Theo Tổ chức Lương thực và Nông nghiệp Liên Hợp Quốc (FAO), chỉ số giá hàng hóa thực phẩm toàn cầu giảm nhẹ 0,6% so với tháng trước trong T2/23, xuống mức thấp nhất kể từ tháng 10/2021. So với mức đỉnh vào tháng 3/2022, chỉ số thực phẩm đã giảm 18,7 %, do các nguyên nhân như:

- Tình trạng gián đoạn vận chuyển do Covid-19 đã giảm dần kể từ Q2/22, giúp nối lại chuỗi cung ứng và hạ các chi phí vận chuyển/đầu vào cho sản xuất nông nghiệp.
- Sau khi dịch Covid-19 được kiểm soát, các nền kinh tế trên thế giới đã mở cửa trở lại, các chính phủ nới lỏng chính sách sản xuất và dự trữ nhằm đảm bảo an ninh lương thực.
- Lo ngại thiếu hụt nguồn cung do xung đột Nga - Ukraine đã lắng xuống khi các nước khác tăng công suất sản xuất để thay thế nguồn cung từ Ukraine và Nga.

- 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 bất đầu giảm (trước đó là do nền kinh tế mở cửa trở lại).

Hầu hết giá các mặt hàng thực phẩm đều có sự điều chỉnh lớn kể từ mức đỉnh 2 năm, ngoại trừ đường, thịt bò và khô đậu tương. Các mặt hàng gia súc và thịt bò không nằm trong nhóm mặt hàng tăng giá mạnh năm ngoái, nên nhóm hàng này cũng giảm ít hơn so với các mặt hàng khác.

**Hình 6: Hầu hết giá các mặt hàng thực phẩm đều có sự điều chỉnh kể từ mức đỉnh 2 năm**



Nguồn: VNDIRECTS RESEARCH, BLOOMBERG

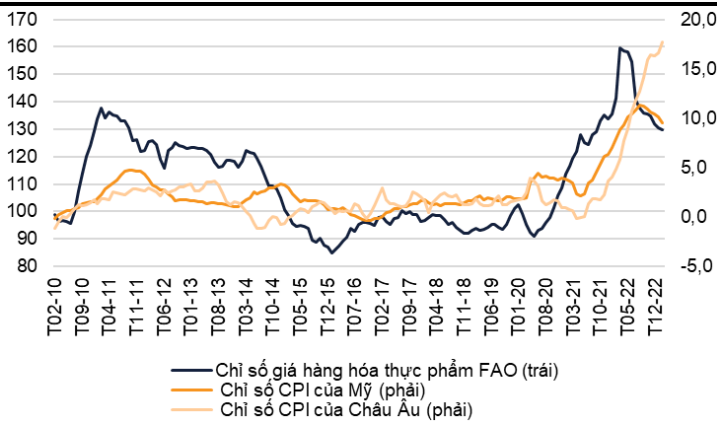
### Khi nào sự suy giảm của chỉ số giá hàng hóa thực phẩm phản ánh vào CPI toàn cầu?

Giá hàng hóa thực phẩm toàn cầu tăng cao từ đầu năm 2021 và đạt đỉnh vào Q2/22 là một trong những yếu tố chính thúc đẩy lạm phát tăng ở nhiều quốc gia, do chỉ số này đóng góp phần lớn vào chỉ số giá tiêu dùng (thực phẩm đóng góp trực tiếp 14%/20% vào rổ chỉ số tiêu dùng của Mỹ/châu Âu). Chỉ số CPI của Mỹ/châu Âu đều ghi nhận mức cao nhất trong hơn 10 năm qua. Tăng trưởng CPI tại Mỹ đang có xu hướng giảm 11,3% svck từ mức đỉnh trong T8/2022. Tuy nhiên, mức 9,5% trong T2/2023 vẫn còn cách khá xa mức ổn định. Ngược lại, chỉ số giá thực phẩm của châu Âu vẫn đang trong đà tăng và đạt mức cao hơn 17,7% trong T2/2023.

Theo quan điểm của chúng tôi, CPI của châu Âu giảm chậm hơn so với CPI của Mỹ do:

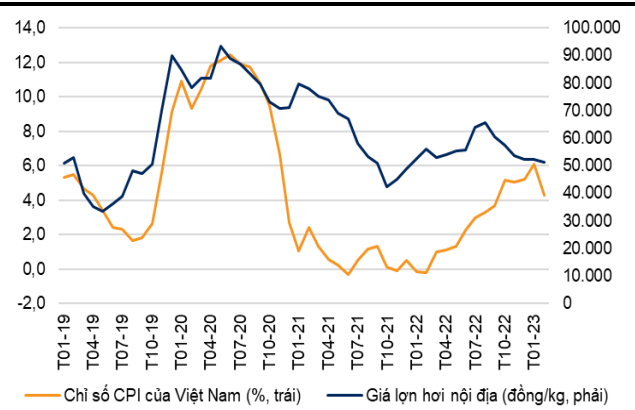
- Trong Q1/22, lạm phát tại Mỹ có mức nền cao hơn, trong khi chỉ số CPI tại châu Âu bắt đầu tăng muộn hơn.
- Trong khi giá cả hàng hóa tại Mỹ đang dần ổn định thì châu Âu vẫn đối mặt với cuộc khủng hoảng năng lượng/phân bón do xung đột Nga-Ukraine khi ngành nông nghiệp châu Âu phụ thuộc nhiều vào phân bón của Nga và Belarus.
- Gián đoạn vận chuyển từ Ukraine và các nhà cung cấp lương thực lớn của Châu Âu, đã tạo ra sự thiếu hụt mà nguồn cung từ các nước khác chưa thể thay thế.

**Hình 7: Chỉ số giá thực phẩm toàn cầu giảm 11 tháng liên tiếp, giảm áp lực lên CPI thực phẩm trên toàn cầu**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FAO

**Hình 8: CPI thực phẩm của Việt Nam có tương quan lớn hơn với giá thịt lợn trong nước thay vì giá thực phẩm thế giới**



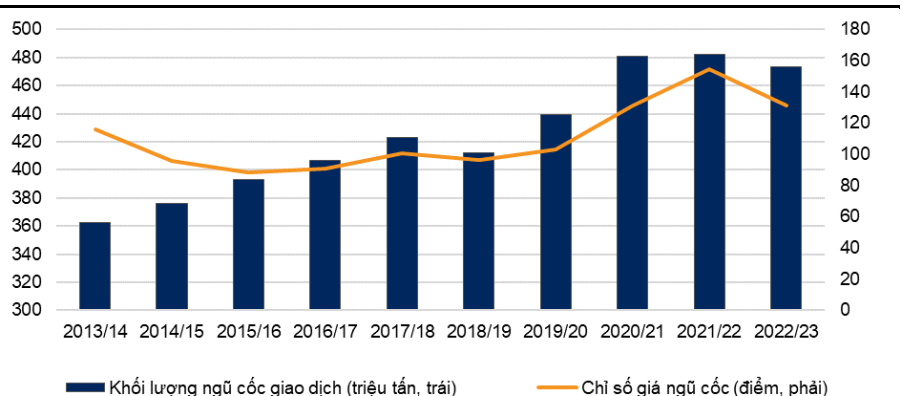
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TCTK, ANOVA FEED

Do chỉ số CPI thực phẩm có thể bao gồm cả sản phẩm đã chế biến hoặc sản phẩm ở phía tiêu dùng cuối, trong khi chỉ số giá hàng hóa thực phẩm và nông nghiệp của FAO thường chỉ đo lường các nguyên vật liệu sản xuất. Do đó, sẽ cần thời gian để việc chỉ số giá nông nghiệp FAO hạ nhiệt bắt đầu tác động tích cực đến chi tiêu của người tiêu dùng. Chúng tôi quan sát thấy rằng CPI thực phẩm thường đi sau so với chỉ số giá nông sản của FAO khoảng 3-6 tháng. Vì vậy, chúng tôi cho rằng CPI thực phẩm sẽ giảm đáng kể vào cuối Q1/23 và Q2/23 ở Mỹ và châu Âu. Tuy nhiên, điều chúng tôi lo ngại là liệu CPI thực phẩm có giảm đủ nhanh để giảm bớt áp lực chi tiêu của người tiêu dùng, hay mức lãi suất cao trên toàn thế giới sẽ đẩy nền kinh tế vào suy thoái.

**Nhu cầu nhập khẩu thấp hơn, thời tiết thuận lợi và giá dầu giảm: mọi con đường đều dẫn đến xu hướng giảm giá**

Theo FAO, nhu cầu nhập khẩu trên toàn cầu (từ các quốc gia thiếu lương thực) dự kiến sẽ giảm 0,6% vào năm 2023 do 1) nhu cầu dự trữ của các chính phủ giảm và 2) năng suất cây trồng ở các quốc gia này được cải thiện.

**Hình 9: Khối lượng giao dịch của ngũ cốc (nhu cầu nhập khẩu trên toàn cầu)**



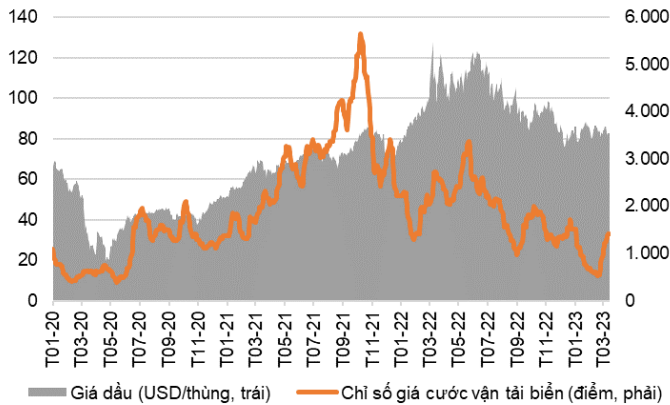
Nguồn: VNDIRECTS RESEARCH, FAO

Chúng tôi cũng nhận thấy một vài yếu tố quan trọng có thể hỗ trợ sản xuất lương thực trong giai đoạn 2023-2024:

- FAO kỳ vọng điều kiện thời tiết sẽ thuận lợi hơn cho việc sản xuất các sản phẩm nông nghiệp chính sau đợt hạn hán kỷ lục ở châu Âu vào năm 2022.

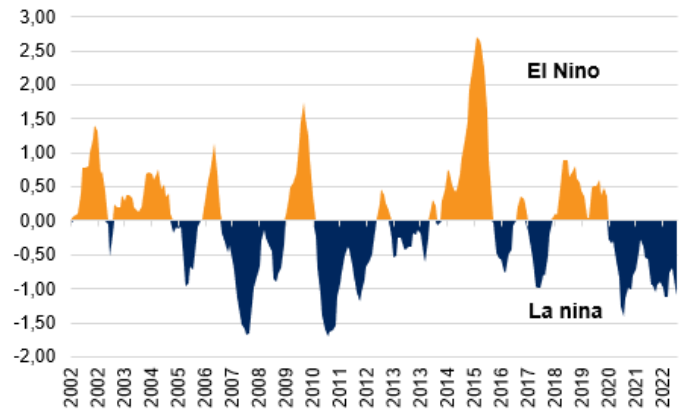
- Giá cước vận chuyển phục hồi hoàn toàn sau giai đoạn 2021-22, cùng với nhu cầu giảm do kinh tế toàn cầu tăng trưởng chậm lại sẽ khiến chi phí vận chuyển giảm. Trong 3T23, trung bình chỉ số Giá cước vận tải biển (BDI) giảm 54% so với mức trung bình của 2022.
- Với việc giá khí tự nhiên, vốn là nguyên liệu đầu vào chính cho sản xuất phân bón giảm, chúng tôi kỳ vọng giá nguyên liệu đầu vào là phân bón sẽ giảm đáng kể ở hầu hết các mặt hàng.

**Hình 10: Giá cước vận tải dao động ở mức 74,8% thấp hơn so với mức đỉnh vào T10/2021**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

**Hình 11: La Nina dự kiến sẽ tiếp diễn trong đầu năm 2023**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, WORLD BANK

Do đó, chúng tôi kỳ vọng chỉ số giá hàng hóa thực phẩm sẽ tiếp tục xu hướng giảm với hầu hết các sản phẩm sẽ giảm 6,1%-6,7% svck so với giá trung bình năm 2022, ngoại trừ dầu dừa và gạo. Chúng tôi cho rằng chính sách xuất khẩu của Ấn Độ và Pakistan sẽ làm thắt chặt nguồn cung gạo toàn cầu, từ đó hỗ trợ giá gạo duy trì ở mức cao trong năm 2023.

**Hình 12: Dự báo giá các mặt hàng năm 2023-24**

Hàng hóa	2020	2021	2022	2023	2024
Cà phê (USD/kg)	15,3%	35,8%	30,8%	-6,8%	-1,6%
Dầu dừa (USD/tấn)	37,2%	62,0%	1,5%	0,6%	0,1%
Dầu cọ (USD/tấn)	25,1%	50,4%	12,7%	-17,6%	0,4%
Khô đậu tương (USD/tấn)	13,5%	22,1%	14,3%	-1,8%	-0,2%
Dầu đậu tương (USD/tấn)	9,5%	65,3%	20,9%	-7,5%	-0,8%
Đậu tương (USD/tấn)	10,3%	43,2%	16,6%	-4,4%	-1,4%
Ngô (USD/tấn)	-2,9%	57,6%	21,2%	-7,9%	-1,0%
Gạo (USD/tấn)	26,5%	-7,8%	-5,0%	0,0%	0,2%
Lúa mì (USD/tấn)	10,0%	35,8%	36,5%	-4,7%	-1,2%
Đường (USD/kg)	0,0%	39,3%	2,6%	-5,0%	0,0%

Nguồn: VNDIRECTS RESEARCH, WORLD BANK

Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý một số yếu tố có thể tác động khiến giá các mặt hàng thực phẩm tăng trở lại như:

- Xung đột tại Ukraine kéo dài và nghiêm trọng hơn, có thể gây ra gián đoạn chuỗi cung ứng lần nữa
- Yếu tố mùa vụ tại Châu Âu, đặc biệt nếu hạn hán nghiêm trọng tái diễn vào năm 2023.
- Hạn hán tệ hơn dự kiến ở Đông Phi và xung đột ở Tây Phi có thể gây ra tình trạng thiếu lương thực ở các nước Châu Phi.

## Tác động của việc giá hàng hóa thực phẩm toàn cầu hạ nhiệt đến ngành nông nghiệp Việt Nam

Hình 13: Giá các mặt hàng nông sản chính của Việt Nam mà chúng tôi theo dõi

	Giá gần nhất	% giảm so với mức đỉnh trong 2 năm	1T	3T	6T	1 năm
<b>Giá sản phẩm đầu ra</b>						
Giá lợn hơi (VND/kg)	51.400	-25,5%	-1,7%	-4,3%	-21,5%	-8,2%
Giá đường (VND/kg)	18.750	-6,1%	-0,2%	-5,0%	4,2%	3,0%
Giá gạo trong nước (VND/kg)	10.607	-2,0%	2,9%	2,9%	19,7%	19,4%
Giá gạo xuất khẩu (USD/Tấn)	536	-3,2%	4,3%	8,7%	13,4%	12,6%
<b>Giá nguyên vật liệu đầu vào</b>						
Lúa mì (USD/Tấn)	372	-13,9%	-1,4%	-2,6%	-6,9%	-2,6%
Ngô (USD/Tấn)	338	-12,0%	1,3%	2,4%	-6,9%	4,5%
Đậu tương (USD/Tấn)	717	-5,0%	5,8%	3,6%	-4,6%	14,5%
Giá bột sữa (USD/Tấn)	3.297	-29,5%	-0,8%	-1,2%	-5,3%	-25,3%

(\*) Giá nhập khẩu trích số liệu từ Tổng cục hải quan (trừ giá bột sữa nguyên kem)

Nguồn: VNDIRECTS RESEARCH, Tổng cục Hải quan, Global dairy trading

Giá lúa mì và bột sữa trong nước bắt đầu giảm cùng thời điểm với giá thế giới, trong khi giá ngô và đậu tương ghi nhận mức tăng ngắn hạn do vụ thu hoạch kém năng suất ở Nam Mỹ. Bên cạnh đó, 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 chỉ số giá thực phẩm.

Mặt khác, các nhà sản xuất đường được hưởng mức giá cao nhờ chính sách chống bán phá giá có hiệu lực từ T8/2022. Xuất khẩu gạo được hưởng lợi nhờ nhu cầu tăng từ việc Trung Quốc và Indonesia đang tích cực mua gạo để tăng dự trữ quốc gia. Trong khi đó các doanh nghiệp sản xuất thịt lợn vẫn đang gặp khó khăn với giá lợn thấp do dư cung trong Q1/23 và nhu cầu trong nước giảm.

### Sản xuất thịt: Giá lợn được kỳ vọng sẽ cải thiện trong nửa cuối 2023

#### Kết quả kinh doanh năm 2022 suy giảm do khó khăn bủa vây

Dựa trên ước tính của chúng tôi, tổng doanh thu của các doanh nghiệp sản xuất thịt niêm yết đã giảm 24,3% svck trong năm 2022, LNST cũng giảm 39,3% svck.

Hình 14: KQKD năm 2022 của các công ty sản xuất thịt (đơn vị: tỷ đồng)

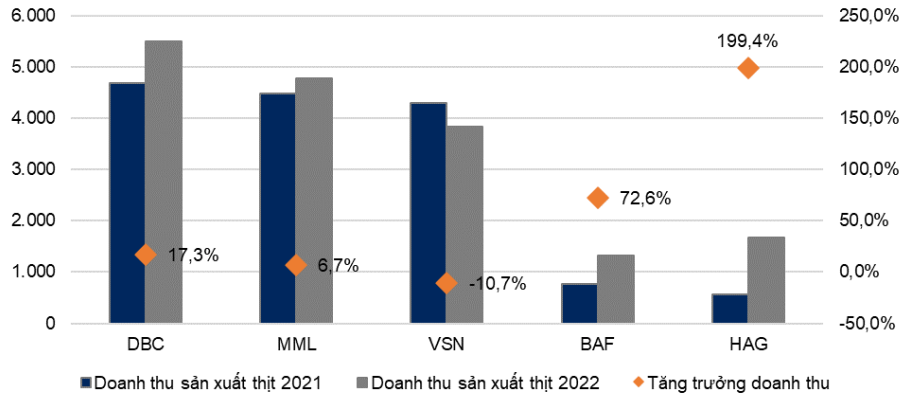
Mã	DN sản xuất thịt	Doanh thu 2021	Doanh thu 2022	Thay đổi (svck)	Biên LNG 2021 (%)	Biên LNG 2022 (%)	Thay đổi (svck)	LN ròng 2021	LN ròng 2022	Thay đổi (svck)
DBC	CTCP Tập đoàn DABACO Việt Nam	10.813	12.269	13,5%	17,1%	9,6%	-7,6đ %	830	150	-81,9%
MML	CTCP Masan MeatLife	18.891	4.785	-74,7%	12,2%	7,2%	-5,0đ %	1.331	-145	Từ lãi ròng sang lỗ ròng
VSN	CTCP Việt Nam Kỹ nghệ Súc sản	4.293	3.833	-10,7%	23,2%	23,8%	0,6đ %	148	138	-7,1%
BAF	CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam	10.434	7.047	-32,5%	4,7%	6,9%	2,2đ %	322	292	-9,2%
HAG	CTCP Hoàng Anh Gia Lai	2.097	5.081	142,3%	24,2%	22,9%	-1,2đ %	203	1.180	481,3%
NCG	CTCP Tập đoàn Nova Consumer	3.504	4.880	39,3%	14,5%	10,5%	-4,0đ %	300	287	581,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FIINPRO

Cụ thể, doanh thu sản xuất thịt lợn năm 2022 của các công ty này tăng 15,7% svck mặc dù giá lợn trung bình thấp hơn so với năm 2021. Mức tăng chủ yếu đến từ việc mở rộng công suất của các doanh nghiệp sản xuất thịt lợn trước kỳ vọng nhu cầu phục hồi sau đại dịch và nguồn cung thấp từ các hộ chăn nuôi sau dịch tả lợn Châu Phi 2019-20. BAF và HAG, hai doanh nghiệp mới gia nhập trên thị trường sản xuất thịt lợn trong nước ghi nhận mức tăng trưởng đáng kể nhờ mở rộng với các thương hiệu BAF, Bapi giai đoạn 2021-22.

Tuy nhiên, các công ty 3F phải đối mặt với hai trở ngại trong năm 2022 từ 1) giá nguyên vật liệu sản xuất thức ăn chăn nuôi cao và 2) nhu cầu trong nước yếu hơn dự kiến, giá lợn thậm chí còn thấp hơn so với năm 2021 (-8,2% svck). Do đó, biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp sản xuất thịt thu hẹp khoảng 4-7 điểm % svck trong 2022.

**Hình 15: Doanh thu thịt lợn/lợn hơi của các doanh nghiệp sản xuất thịt**

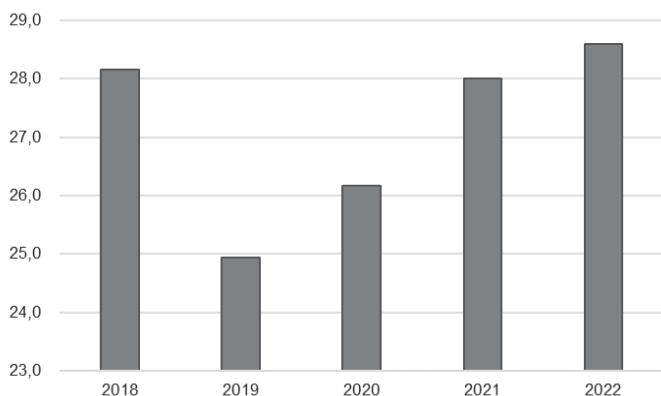


Nguồn: VNDIRECTS RESEARCH, Báo cáo công ty

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

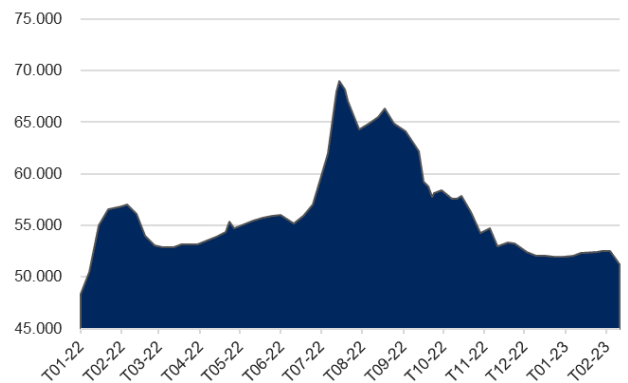
Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi cho rằng giá lợn sẽ tăng 5% svck lên 59.000 đồng/kg vào năm 2023, nhờ giá thịt lợn Trung Quốc phục hồi khi nền kinh tế mở cửa trở lại, điều này có thể ảnh hưởng một phần đến giá trong nước, và nguồn cung từ các hộ chăn nuôi giảm do giá lợn giảm trong thời gian gần đây. 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. Với nhu cầu trong nước vẫn yếu trong nửa đầu năm 2023 (do thu nhập khả dụng giảm) và giá nguyên liệu thấp hơn, chúng tôi chưa thấy chất xúc tác nào có thể khiến giá lợn hơi tăng mạnh, ít nhất là cho đến Q3/23. Do đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu của các doanh nghiệp sản xuất thịt niêm yết sẽ tăng trung bình 3,6% svck trong 2023.

**Hình 16: Tổng đàn lợn đã trở lại mức trước dịch tả lợn Châu Phi (đơn vị: triệu con)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TCTK

**Hình 17: Giá lợn tiếp tục giảm trong T2/2023 (đơn vị: đồng/kg)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, ANOVA FEED

Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng giá nông sản toàn cầu sẽ thuận lợi hơn cho hoạt động sản xuất thịt trong năm 2023. Trong đó, ngô và khô đậu tương được dự báo giảm 7,9%/1,8% svck trong năm 2023. Do giá thức ăn chăn nuôi trong nước






tăng chậm hơn so với giá nông sản thế giới, chúng tôi kỳ vọng chi phí thức ăn chăn nuôi sẽ hạ nhiệt dần từ Q2/23. Do đó, chúng tôi kỳ vọng LN gộp của các doanh nghiệp sản xuất thịt sẽ cải thiện trong năm 2023.

### Câu chuyện mở rộng quy mô đã thay đổi

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. Mặt khác, hai ông lớn trong ngành là DBC và MML vẫn chưa đưa ra kế hoạch mở rộng cụ thể. Đa số các doanh nghiệp 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 18: Một số doanh nghiệp sản xuất thịt kinh doanh theo mô hình 3F

	Feed	Farm	Food	Cửa hàng bán lẻ có thương hiệu	Hệ thống phân phối
	03 nhà máy thức ăn chăn nuôi, tổng công suất 460.000 tấn/năm	22 trang trại nuôi lợn với quy mô tổng đàn 200.000 con	01 nhà máy chế biến thịt với công suất 240 con lợn thịt/giờ.	60 cửa hàng Siba Food và 300 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 600.000 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

### 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.

## Sản xuất sữa: Xu hướng giảm giá bột sữa giúp giảm áp lực chi phí đầu vào

### KQKD trái chiều trong năm 2022

Theo ước tính của chúng tôi, trong năm 2022 tổng doanh thu của các doanh nghiệp sản xuất sữa niêm yết tăng nhẹ 1,0% svck trong khi LN ròng giảm 16,9% svck. LN toàn ngành giảm sâu do ảnh hưởng chủ yếu bởi VNM. Trong năm 2022, giá bột sữa nguyên kem tăng cao khiến biên LN gộp của VNM giảm đáng kể 3,3 điểm % svck, đồng thời dẫn đến LN ròng giảm 19,1% svck.

Hình 19: Tóm tắt KQKD của các doanh nghiệp sản xuất sữa năm 2022 (đơn vị: tỷ đồng)

Mã	Doanh nghiệp sản xuất sữa	Doanh thu		Thay đổi (svck)	Biên LNG		Thay đổi (svck)	LN ròng		Thay đổi (svck)
		2021	2022		2021 (%)	2022 (%)		2021	2022	
VNM	CTCP Sữa Việt Nam	60.919	59.956	-1,6%	43,1%	39,9%	-3,3đ %	10.532	8.516	-19,1%
IDP	CTCP Sữa Quốc tế	4.827	6.086	26,1%	43,2%	38,8%	-4,3đ %	823	810	-1,5%
MCM	CTCP Giống Bò sữa Mộc Châu	2.926	3.133	7,1%	30,7%	32,5%	1,8đ %	319	347	8,6%
HNM	CTCP Sữa Hà Nội	272	484	77,8%	28,8%	21,7%	-7,0đ %	17	37	121,1%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FIIPRO

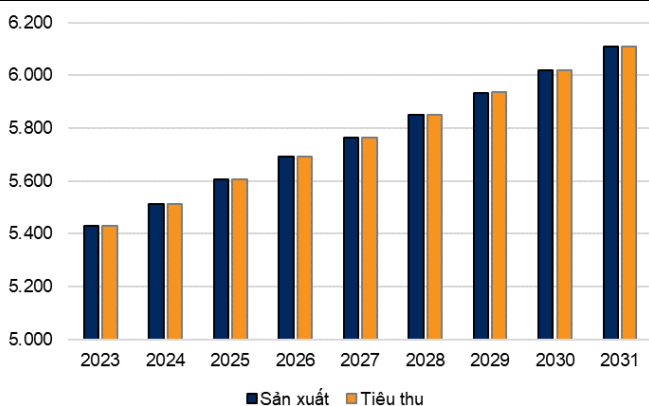
### Biên LN gộp của các doanh nghiệp sữa có khả năng được cải thiện trong năm 2023

Theo ban lãnh đạo, sản phẩm sữa là mặt hàng có mức độ nhạy cảm cao với giá bán và thu nhập do phần lớn người tiêu dùng Việt Nam chưa coi sữa là sản phẩm dinh dưỡng thiết yếu. Do đó, nhu cầu đối với các sản phẩm sữa sẽ yếu đi khi người tiêu dùng thắt chặt thói quen chi tiêu. Ban lãnh đạo kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ sữa ghi nhận mức tăng trưởng một con số (dưới 5% svck) trong năm 2023. Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của VNM sẽ tăng 2,0%/3,8% trong giai đoạn 2023/24.

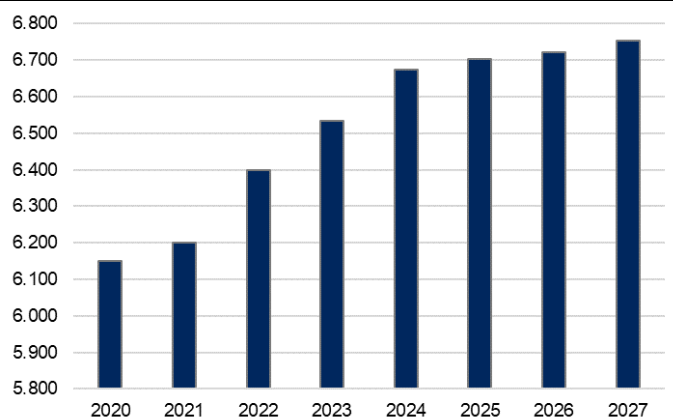
Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng giá sữa bột sẽ hạ nhiệt trong năm 2023 nhờ:

- Nhu cầu nhập khẩu giảm tại Trung Quốc – khách hàng nhập khẩu bột sữa nguyên kem lớn nhất do nguồn cung nội địa dồi dào và hàng tồn kho lớn. Theo Rabobank, nhập khẩu sữa của Trung Quốc trong Q1/23 dự kiến sẽ giảm so với mức của Q1/22 do vẫn còn hàng tồn kho tích lũy trong năm qua.
- Nhu cầu sữa trên thế giới có thể sẽ yếu đi trong ngắn hạn, khi giá lương thực đang lạm phát ở nhiều quốc gia. Trong khi đó, sản lượng bột sữa nguyên kem được dự báo sẽ tăng trong năm 2023.

Hình 20: Dự phóng sản xuất và tiêu thụ sữa bột nguyên kem giai đoạn 2023-31 (Đơn vị: nghìn tấn)



Hình 21: Tổng số lượng bò sữa của Trung Quốc được dự báo sẽ tăng trong năm 2023 (Đơn vị: nghìn con)

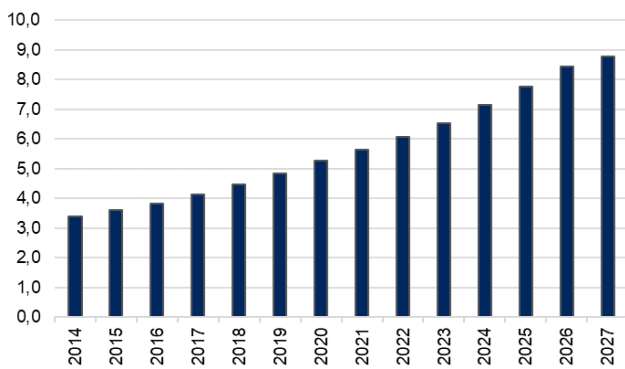


Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá bột sữa nguyên kem sẽ tiếp tục giảm và giao dịch ở mức thấp hơn 5,0% so với năm 2022. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng việc đồng USD hạ nhiệt gần đây là một thông tin tích cực đối với Việt Nam khi giảm bớt áp lực lên tỷ giá VND. Do đó, chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp sản xuất sữa sẽ ghi nhận doanh thu tăng nhẹ đồng thời biên LN gộp cải thiện đáng kể nhờ giá đầu vào giảm. Đối với VNM, chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp sẽ bắt đầu sử dụng nguyên liệu tồn kho giá rẻ từ giữa Q1/23. Tuy nhiên do giá nguyên liệu đầu vào trong 6T22 vẫn thấp hơn so với 6T23 do đó phải đến Q3/23, biên LN gộp của VNM mới bắt đầu tăng svck. Mặt khác, chúng tôi cũng nhận thấy xu hướng tăng giá đường gần đây trên thế giới có thể tác động tiêu cực đến biên LN gộp của các doanh nghiệp sản xuất sữa.

Rủi ro ngành bao gồm:

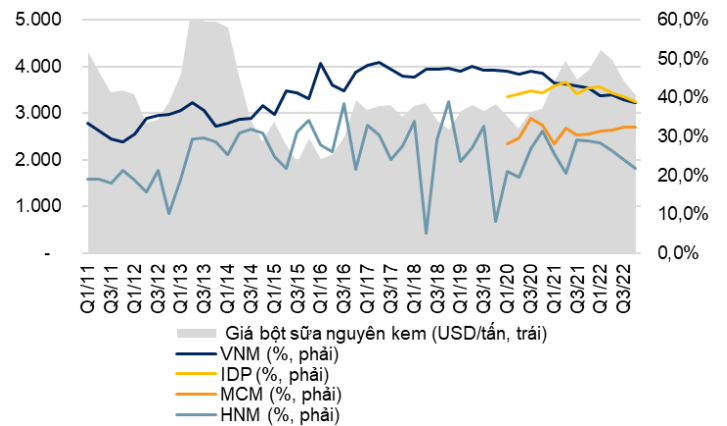
- Giá nguyên liệu đầu vào cao hơn dự kiến
- Giá ngũ cốc cao hơn dự kiến có thể ảnh hưởng đến giá thức ăn chăn nuôi và nhu cầu sữa trong nước yếu hơn dự kiến.

Hình 22: Doanh thu sữa Việt Nam dự báo tăng nhẹ trong năm 2023 (Đơn vị: tỷ USD)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, STATISTA

Hình 23: Giá sữa bột nguyên kem trung bình và biên LN gộp của các doanh nghiệp sữa niêm yết (%) từ Q1/11 đến Q4/22



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

## Sản xuất đường: Giá đường giữ ở mức cao

### 2022 là một năm ngọt ngào với các doanh nghiệp mía đường

Theo ước tính của chúng tôi, tổng doanh thu của các doanh nghiệp sản xuất đường niêm yết tăng mạnh 21,4% svck trong năm 2022 trong khi LN ròng ghi nhận mức tăng trưởng thấp hơn là 3,8% svck. Chúng tôi nhận thấy biên LN gộp của cả SBT và QNS trong năm 2022 đều bị ảnh hưởng bởi giá đường thô nhập khẩu tăng – sử dụng để sản xuất đường RE trong khi các doanh nghiệp khác chủ yếu sản xuất đường trắng. Ngoài ra, chi phí lãi vay tăng 47,3% svck trong năm 2022 do xu hướng lãi suất tăng cũng đẩy LN ròng của SBT giảm 9,0% svck.

Hình 24: Tóm tắt KQKD năm 2022 của các doanh nghiệp sản xuất đường niêm yết (Đơn vị: tỷ đồng)

Mã	Doanh nghiệp sản xuất đường	Doanh thu 2021	Doanh thu 2022	Thay đổi (svck)	Biên LNG 2021 (%)	Biên LNG 2022 (%)	Thay đổi (svck)	LN ròng 2021	LN ròng 2022	Thay đổi (svck)
QNS	CTCP Đường Quảng Ngãi	7.335	8.259	12,6%	30,8%	29,8%	-1,0đ %	1.254	1.285	2,5%
SBT	CTCP Thành Thành Công - Biên Hòa	16.659	21.298	27,9%	14,3%	11,3%	-3,0đ %	821	748	-9,0%
LSS	CTCP Mía đường Lam Sơn	2.138	1.944	-9,1%	9,1%	10,8%	1,7đ %	33	40	21,1%
SLS	CTCP Mía đường Sơn La	857	1.255	46,5%	27,0%	27,9%	0,8đ %	191	309	62,1%
KTS	CTCP Đường Kon Tum	210	261	24,2%	10,7%	14,4%	3,7đ %	5	9	91,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FIINPRO

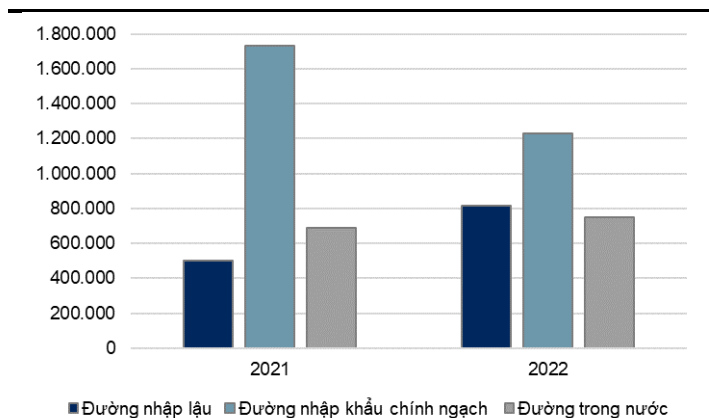
## Chúng tôi kỳ vọng giá đường sẽ duy trì ở mức cao trong năm 2023

Theo Euromonitor, nhu cầu đường được dự báo sẽ tăng 1,7% svck trong năm 2023. Trong khi đó, sản lượng mía đường chế biến dự kiến sẽ đạt 8.764.277 tấn (+16,5% svck) và sản lượng đường đạt 870.930 tấn (+16,6% svck) trong năm 2023, theo Hiệp hội Mía đường Việt Nam (VSSA). Chúng tôi kỳ vọng các biện pháp phòng vệ thương mại sẽ có ảnh hưởng rõ rệt hơn so với năm 2022, dẫn đến lượng đường nhập khẩu giảm trong khi tồn kho đường nhập khẩu giá rẻ trong năm 2022 đang giảm dần. Do đó, chúng tôi cho rằng giá đường nhập khẩu vào Việt Nam sẽ tiếp tục tăng trong năm 2023. Tuy nhiên, đường nhập khẩu vẫn chiếm khoảng 70% tổng nguồn cung do đó chúng tôi cho rằng đường nhập lậu vẫn sẽ gây áp lực cạnh tranh lên giá đường trong nước.

Chúng tôi kỳ vọng giá đường toàn cầu trong 6T23 sẽ được hỗ trợ bởi 1) sản lượng đường thấp hơn dự kiến ở Ấn Độ và 2) sản xuất đường ở châu Âu bị ảnh hưởng tiêu cực bởi thời tiết bất lợi (hạn hán) và 3) các doanh nghiệp sản xuất mía đường Brazil dự kiến sẽ tiếp tục ưu tiên sản xuất ethanol thay vì đường do đợt tăng giá xăng gần đây. Chúng tôi cho rằng giá đường Việt Nam sẽ diễn biến theo xu hướng của giá đường thế giới. Tuy nhiên, chúng tôi cũng nhận thấy đường Việt Nam đang chịu áp lực cạnh tranh từ đường nhập lậu nên giá đường trong nước có thể chỉ tăng nhẹ 4,2% svck trong 6T23 lên 18.500 đồng/kg.

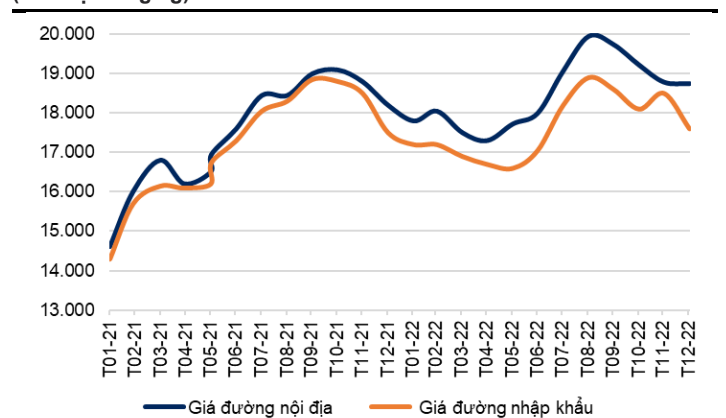
Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng giá thu mua mía sẽ ổn định hơn so với năm 2022 nhằm khuyến khích người dân mở rộng diện tích trồng mía đảm bảo nguồn cung nội địa. Trong T2/2023, tại Gia Lai đã xảy ra nhiều vụ cháy do mùa khô gây thiệt hại về sản lượng mía và thu nhập của người nông dân. Khu vực ĐBSCL cũng ghi nhận diện tích trồng mía giảm trong những năm gần đây do nông dân chuyển sang trồng các loại cây ăn trái có lợi nhuận cao hơn. Chúng tôi cho rằng các công ty chủ yếu sử dụng nguyên liệu mía trong nước như SLS và LSS sẽ được hưởng lợi nhiều hơn từ xu hướng tăng giá đường. Trong khi với các doanh nghiệp nhập khẩu đường thô để sản xuất đường RE như QNS hay SBT, giá bán đường cao trong năm 2023 sẽ bù đắp phần nào cho giá đường thô nhập khẩu tăng.

Hình 25: Tổng cung đường Việt Nam giai đoạn 2021-22



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VSSA

Hình 26: Giá đường nhập khẩu vẫn thấp hơn giá đường trong nước (Đơn vị: đồng/kg)



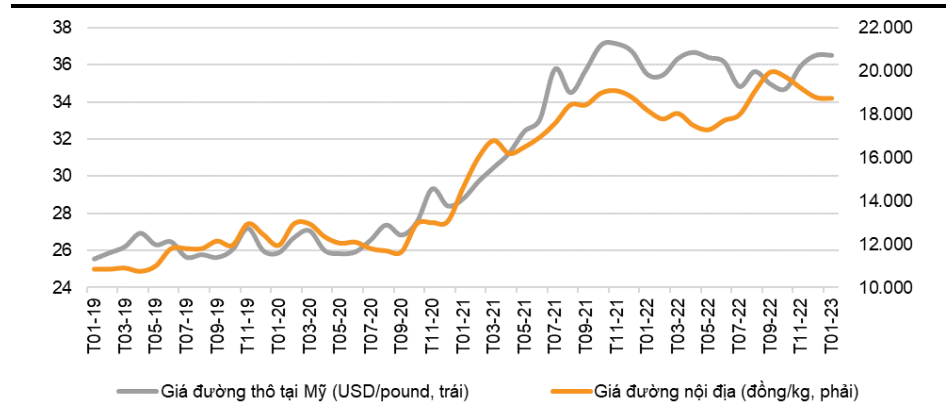
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VSSA

### Rủi ro ngành:

- Buôn lậu, gian lận thương mại chưa được kiểm soát triệt để có thể tạo áp lực cạnh tranh về giá với đường trong nước.
- Thời tiết hanh khô ở nhiều vùng mía dễ xảy ra cháy, ảnh hưởng đến chất lượng và sản lượng mía.

- Giá mía giảm sẽ khiến nông dân giảm diện tích mía để chuyển sang cây trồng khác có lợi ích kinh tế cao hơn.

Hình 27: Giá đường thô và giá đường trong nước từ T1/2019 đến T2/2023



Nguồn: VNDIRECTS RESEARCH, BLOOMBERG, VSSA

## Sản xuất lúa gạo: Sản xuất gạo được hưởng lợi từ giá gạo xuất khẩu

### LN ròng tăng trưởng âm bất chấp giá gạo xuất khẩu tăng

Năm 2022, xuất khẩu gạo phục hồi sau tác động của dịch COVID-19. Theo đó, Việt Nam đã xuất khẩu 7,1 triệu tấn gạo (+14% svck) trị giá 3,52 tỷ USD (+6,7% svck), theo Tổng cục Hải quan. Theo ước tính của chúng tôi, tổng doanh thu của các doanh nghiệp sản xuất gạo niêm yết đã tăng 8,5% svck trong năm 2022. Tuy nhiên, hầu hết các doanh nghiệp đều ghi nhận biên LN gộp giảm do áp lực chi phí đầu vào như chi phí phân bón và giá thu mua lúa tăng. Kết quả là tổng LN ròng năm 2022 giảm 27,9% svck, trong đó chi phí lãi vay của TAR và AGM tăng cao là yếu tố chính kéo giảm lợi nhuận ngành. Trong năm 2022, chi phí lãi vay của TAR và AGM lần lượt tăng 23%/258% svck lên 89 tỷ đồng/50,5 tỷ đồng, cao hơn nhiều so với doanh thu từ hoạt động tài chính là 11,3 tỷ đồng/6,2 tỷ đồng.

Hình 28: Tóm tắt KQKD năm 2022 của các doanh nghiệp sản xuất gạo niêm yết (đơn vị: tỷ đồng)

Ticker	Rice producers	Doanh thu 2021	Doanh thu 2022	Thay đổi (svck)	Biên LNG 2021 (%)	Biên LNG 2022 (%)	Thay đổi (svck)	LN ròng 2021	LN ròng 2022	Thay đổi (svck)
LTG	CTCP Tập đoàn Lộc Trời	10.224	11.691	14,3%	19,2%	18,4%	-0,8đ %	418	413	-1,1%
NSC	CTCP Tập đoàn Giống cây trồng Việt Nam	1.929	1.895	-1,8%	32,2%	33,4%	1,2đ %	219	220	0,2%
TAR	CTCP Nông nghiệp Công nghệ cao Trung An	3.120	3.798	21,7%	9,3%	7,3%	-1,9đ %	89	63	-29,0%
AGM	CTCP Xuất Nhập khẩu An Giang	3.925	3.454	-12,0%	6,0%	5,3%	-0,6đ %	45	-140	Từ lãi ròng sang lỗ ròng

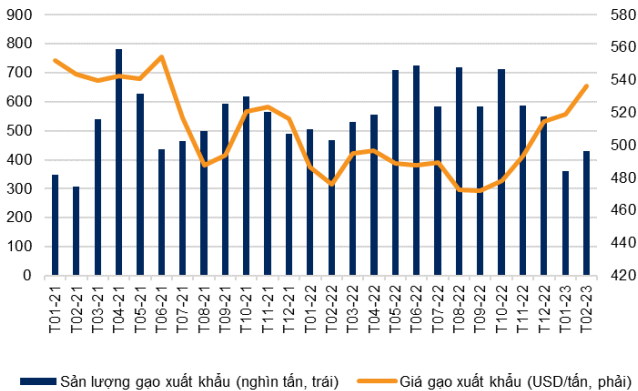
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FIINPRO

### Xuất khẩu gạo vẫn có tín hiệu tích cực trong năm 2023

Chúng tôi cho rằng nhu cầu gạo thế giới sẽ duy trì ở mức cao trong năm 2023 do những bất ổn về chính trị và kinh tế cùng với xung đột chưa được giải quyết giữa Nga và Ukraine, đẩy nhu cầu dự trữ gạo lên cao. Bên cạnh đó, biến đổi khí hậu vẫn đang ảnh hưởng đến nguồn cung gạo tại nhiều quốc gia, đặc biệt như Philippines (bão lũ) hay Trung Quốc (hạn hán). Năm 2023, do ảnh hưởng của hạn hán, sản lượng gạo của Trung Quốc được dự báo giảm hơn 3 triệu tấn so

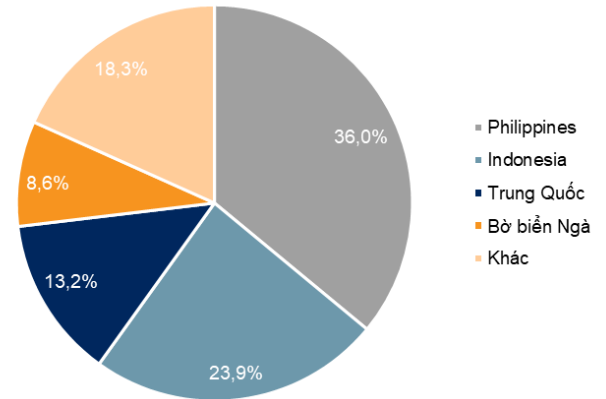
với năm 2022, xuống còn khoảng 145,5 triệu tấn. Đây là cơ hội cho các nước xuất khẩu gạo, trong đó có Việt Nam.

**Hình 29: Việt Nam ghi nhận giá trị xuất khẩu gạo tăng 3,2% svck trong T2/2023**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FIINPRO

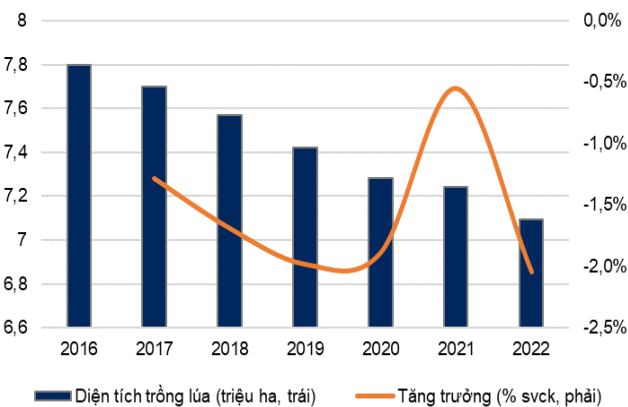
**Hình 30: Philippines vẫn là thị trường nhập khẩu gạo lớn nhất của Việt Nam**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TCTK

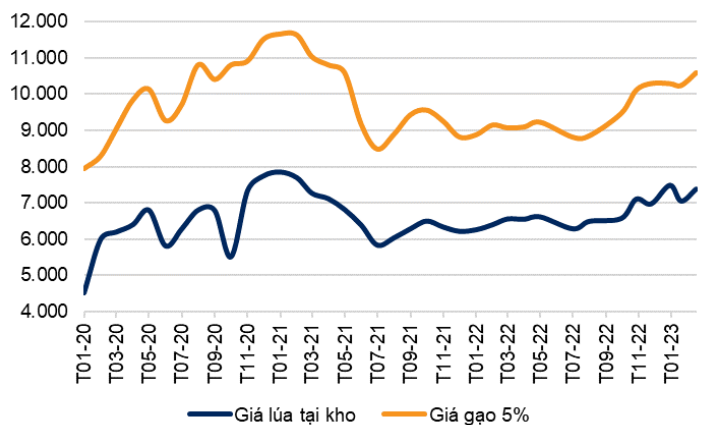
Chúng tôi kỳ vọng giá xuất khẩu gạo sẽ tiếp tục tăng trong năm 2023 do 1) nhu cầu dự trữ lương thực ở nhiều quốc gia tăng, 2) Ấn Độ chưa có kế hoạch dỡ bỏ lệnh cấm xuất khẩu gạo tám hay bỏ áp thuế 20% xuất khẩu gạo trắng trong năm 2023 khi họ vẫn đang nỗ lực kiềm chế đà tăng giá gạo trong nước, 3) Việt Nam đang tập trung sản xuất gạo chất lượng cao để phù hợp với xu hướng tiêu dùng toàn cầu, và 4) nhiều vùng trồng lúa đã chuyển sang các loại cây trồng khác có lợi hơn, điều này có thể dẫn đến giảm sản lượng gạo trong năm 2023.

**Hình 31: Diện tích trồng lúa bị thu hẹp trong năm 2022**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VSSA

**Hình 32: Giá gạo trong nước duy trì xu hướng tăng trong 2T23 (đơn vị: đồng/kg)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VSSA

Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy gạo Việt Nam sẽ phải cạnh tranh với gạo Thái Lan trong năm 2023. Theo Hiệp hội doanh nghiệp xuất khẩu gạo Thái Lan, xuất khẩu gạo của Thái Lan sang Philippines dự kiến sẽ tăng gấp đôi vào năm 2023 do Việt Nam đang phải đối mặt với những hạn chế về năng lực xuất khẩu gạo. Theo Bộ NN-PTNT, diện tích đất nông nghiệp sử dụng cho niên vụ 2022-2023 tại Việt Nam đã giảm 3% so với niên vụ trước, dẫn đến nguy cơ sản lượng lúa giảm 1% xuống 27 triệu tấn trong niên vụ 2023. Ngược lại, Thái Lan có thể sẽ có một mùa thu hoạch bội thu trong năm nay. Trong niên vụ 2022-2023, Thái Lan dự kiến sản xuất khoảng 20,2 triệu tấn gạo, tăng từ 19 triệu tấn của niên vụ trước.

Rủi ro ngành:

- Việc Ấn Độ hủy bỏ lệnh cấm xuất khẩu gạo sẽ gây áp lực cạnh tranh cho gạo Việt Nam và làm giảm giá gạo xuất khẩu.
- Đa dạng hóa cơ cấu cây trồng và xâm nhập mặn có thể ảnh hưởng đến diện tích trồng lúa.
- Giá phân bón tăng cao ảnh hưởng đến thu nhập của nông dân, điều này cũng có thể dẫn đến giảm diện tích trồng lúa khi họ chuyển sang các loại cây trồng khác.

**Chúng tôi ưa thích BAF và đưa LTG, SBT vào danh sách theo dõi**

BAF có tiềm năng tăng trưởng dài hạn nhờ kế hoạch mở rộng quy mô 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 LTG và SBT vào danh sách theo dõi. Rủi ro giảm giá bao gồm 1) giá nguyên liệu đầu vào cao hơn dự kiến, 2) tiêu dùng trong nước thấp hơn kỳ vọng và 3) thời tiết bất lợi có thể ảnh hưởng đến sản xuất nông nghiệp trong nước.

Hình 33: Investment ideas

STT	Mã CP	Giá mục tiêu (đồng/cp)	Khuyến nghị	Luận điểm đầu tư
1	BAF	27.200	Khả quan	<p>1) Chúng tôi cho rằng BAF có tiềm năng tăng trưởng dài hạn với kế hoạch mở rộng quy mô đàn thông qua việc xây các trang trại mới và mở rộng hệ thống phân phối thông qua chuỗi siêu thị Siba Food và chuỗi cửa hàng Meat Shop. Chúng tôi kỳ vọng BAF ghi nhận biên LN gộp tăng 1,5 điểm % svck nhờ mảng kinh doanh 3F tăng tỷ trọng đóng góp vào tổng lợi nhuận gộp của BAF với biên LN gộp cao hơn mảng kinh doanh nông sản.</p> <p>2) 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 bảng 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.</p> <p>3) BAF đang giao dịch ở mức P/E là 7,4 lần, thấp hơn so với các công ty cùng ngành trong khu vực với P/E của MML là 11,7 lần, P/E của DBC là 22,1 lần, P/E của CP Thái Lan là 12,9 lần. Vì vậy, chúng tôi cho rằng mức định giá hiện tại là hấp dẫn đối với một cổ phiếu tiềm năng như BAF.</p>
2	DBC	15.900	Trung lập	<p>1) Chúng tôi kỳ vọng giá lợn hơi sẽ tăng trong năm 2023 trong khi chi phí đầu vào sản xuất thức ăn chăn nuôi hạ nhiệt sẽ tại ảnh hưởng tích cực tới biên LN gộp của các doanh nghiệp sản xuất thịt. Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp của DBC mở rộng 0,8 điểm % svck trong 2023.</p> <p>2) Tổng nợ vay của DBC đạt 7.740 tỷ đồng (+225,3% svck) trong năm 2022, tương đương với mức D/E là 1,0 lần (so với mức 0,7 lần trong 2021). Chúng tôi cho rằng lợi nhuận tài chính của công ty trong 2023-24 sẽ bị ảnh hưởng bởi chi phí tài chính tăng trong môi trường lãi suất cao.</p>
3	VNM	82.000	Trung lập	<p>1) Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ sữa sẽ ghi nhận mức tăng trưởng một con số (dưới 5% svck) trong 2023 do người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu. Do đó chúng tôi dự phóng doanh thu của VNM tăng nhẹ 2,0%/3,8% svck trong 2023/24, vẫn cao hơn mức tăng trưởng trung bình trong ba năm gần đây.</p> <p>2) Chúng tôi kỳ vọng giá bột sữa nguyên kem sẽ tiếp tục giảm và giao dịch ở mức trung bình thấp hơn 5% so với năm 2022. Do đó chúng tôi cho rằng doanh nghiệp sẽ ghi nhận biên LN gộp tăng 2,0 điểm % trong 2023.</p>

3) Vào ngày 08/03/2023, VNM đã khởi công dự án xây dựng trang trại và nhà máy chế biến thịt bò mát với tổng mức đầu tư là 3.000 tỷ đồng trong giai đoạn 1. Tổ hợp bao gồm trang trại chăn nuôi bò với quy mô 10.000 con và nhà máy chế biến với công suất 10.000 tấn/năm. Dự án dự kiến đi vào hoạt động vào năm 2024. Chúng tôi kỳ vọng mảng kinh doanh thịt bò sẽ trở thành động lực tăng trưởng doanh thu trong những năm tới sau khi doanh thu đang đi ngang trong 5 năm gần đây.

4	LTG	N/a	N/A	<p>1) LTG là doanh nghiệp dẫn đầu ngành thuốc bảo vệ thực vật, giống cây trồng và gạo có thương hiệu. Chúng tôi cho rằng xu hướng dịch chuyển sang sử dụng các sản phẩm hữu cơ, thuốc sinh học trong nông nghiệp sẽ tạo tiềm năng tăng trưởng cho mảng thuốc bảo vệ thực vật của LTG do công ty đã và đang tập trung vào phát triển các sản phẩm hữu cơ từ trước đó.</p> <p>2) Chúng tôi cho rằng tác động từ việc chấm dứt hợp đồng phân phối với Syngenta đã được phản ánh vào KQKD năm 2022 của LTG, do đó chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ ghi nhận mức tăng trưởng ổn định từ năm 2023.</p> <p>3) Mảng thực phẩm sẽ hưởng lợi từ 1) nhu cầu nhập khẩu gạo tại các thị trường xuất khẩu truyền thống của Việt Nam như Philippines và Trung Quốc, 2) giá gạo có xu hướng tăng ở cả thị trường nội địa và xuất khẩu và 3) người tiêu dùng tại các thành phố lớn đang có xu hướng chuyển sang tiêu thụ gạo có thương hiệu.</p>
5	SBT	N/a	N/A	<p>1) SBT là doanh nghiệp dẫn đầu ngành sản xuất đường với 46% thị phần.</p> <p>2) Chúng tôi nhận thấy SBT có thể tận dụng xu hướng tăng giá đường và mở rộng biên LN do công ty có quy mô vùng mía nguyên liệu lớn nhất tạo vị thế tốt để nắm bắt nhu cầu đường trong nước tăng. Trong giai đoạn 2021-25, SBT có kế hoạch tập trung mở rộng vùng nguyên liệu tại Úc lên đến 20.000ha. Dự kiến trong niên vụ 2022-23, SBT sẽ đưa 5.000ha vào khai thác trồng mía.</p> <p>3) Tuy nhiên chúng tôi cũng nhận thấy công ty có đòn bẩy tài chính cao với tỷ lệ nợ/VCSH ở mức 1,1x trong ba năm gần đây. Khả năng thanh toán lãi vay của doanh nghiệp cũng chưa thực sự vững mạnh với chỉ số khả năng thanh toán lãi vay hai năm gần nhất chỉ đạt 1,2-1,4x. Do đó doanh nghiệp có thể sẽ tiếp tục chịu áp lực lãi vay trong môi trường lãi suất cao năm 2023.</p>



Hình 34: So sánh doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã CK	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa tr USD	P/E (lần)		P/B (lần)		Tăng trưởng	ROE (%)		ROA (%)	
		Nội tệ	Nội tệ			TTM	2023	TTM	2023	EPS 3 năm	TTM	2023	TTM	2023
<b>Các DN sản xuất thịt niêm yết tại Việt Nam</b>														
CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam	BAF VN	20.000	27.200	Khả quan	122	10,0	9,3	1,6	1,4	63,0	18,3	16,1	5,6	5,9
CTCP Masan MeatLife	MML VN	36.000	N/a	N/a	502	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	13.900	15.900	Trung lập	143	22,2	7,0	0,7	N/a	78,8	3,2	9,8	1,3	N/a
CTCP Việt Nam Kỹ nghệ Súc sản	VSN VN	N/a	N/a	N/a	83	25,2	N/a	1,5	N/a	(10,7)	6,2	N/a	6,3	N/a
Tổng Công ty Chăn nuôi Việt Nam	VLC VN	14.800	N/a	N/a	109	32,1	N/a	0,8	N/a	29,6	3,0	N/a	2,4	N/a
CTCP Hoàng Anh Gia Lai	HAG VN	7.360	N/a	N/a	291	5,9	N/a	1,4	N/a	N/a	24,8	N/a	6,1	N/a
<i>Trung bình</i>						19,1	8,2	1,4	1,4	40,2	8,8	13,0	3,4	5,9
<i>Trung vị</i>						22,2	8,2	1,4	1,4	46,3	4,7	13,0	4,0	5,9
<b>Các DN sản xuất đường niêm yết tại Việt Nam</b>														
CTCP Đường Quảng Ngãi	QNS VN	40.100	N/a	N/a	610	9,2	9,0	1,6	1,5	0,6	17,5	17,8	12,8	14,9
CTCP Thành Thành Công - Biên Hòa	SBT VN	14.150	N/a	N/a	406	15,0	13,6	1,1	1,0	39,0	7,0	N/a	2,8	8,3
CTCP Mía đường Lam Sơn	LSS VN	7.110	N/a	N/a	23	13,5	N/a	0,3	N/a	84,4	2,4	N/a	1,5	N/a
CTCP Mía đường Sơn La	SLS VN	149.000	N/a	N/a	62	4,8	N/a	1,7	N/a	46,8	41,5	N/a	27,5	N/a
CTCP Đường Kon Tum	KTS VN	N/a	N/a	N/a	3	8,6	N/a	0,4	N/a	54,4	5,5	N/a	2,1	N/a
<i>Trung bình</i>						10,2	11,3	1,0	1,2	45,0	14,8	17,8	9,3	11,6
<i>Trung vị</i>						9,2	11,3	1,1	1,2	46,8	7,0	17,8	2,8	11,6
<b>Các DN sản xuất gạo niêm yết trong khu vực</b>														
CTCP Nông nghiệp Công nghệ cao Trung An	TAR VN	12.700	N/a	N/a	42	15	N/a	1	N/a	(1,2)	7	N/a	3	N/a
CTCP Tập đoàn Lộc Trời	LTG VN	27.000	N/a	N/a	93	6,2	6,6	0,7	0,6	7,8	11,4	11,5	5,0	4,0
Heilongjiang Agriculture Co Ltd	600598 CH	13	N/a	N/a	3.466	19,6	19,4	3,3	3,3	(3,3)	17,5	17,6	14,1	N/a
Shandong Denghai Seeds Co Ltd	002041 CH	19	N/a	N/a	2.373	73,3	56,3	5,3	5,0	100,4	7,4	8,9	5,2	7,2
FGV Trung lậpings Bhd	FGV MK	1	N/a	N/a	1.229	4,4	8,6	0,9	0,9	N/a	22,7	10,6	7,4	4,3
<i>Trung bình</i>						23,8	22,7	2,2	2,4	25,9	13,2	12,1	6,9	5,2
<i>Trung vị</i>						15,3	14,0	0,9	2,1	3,3	11,4	11,0	5,2	4,3
<b>Các DN sản xuất sữa niêm yết trong khu vực</b>														
Bright Dairy & Food Co Ltd	600597 CH	11	N/a	N/a	2.119	40,5	22,1	1,8	1,7	(9,3)	4,5	7,7	1,5	2,5
China Mengniu Dairy Co Ltd	2319 HK	33	N/a	N/a	16.414	20,1	20,4	3,0	2,9	20,7	15,8	14,7	6,1	5,9
Inner Mongolia Yili Industrial Group Co Ltd	600887 CH	29	N/a	N/a	27.146	21,0	19,7	3,9	3,6	10,8	21	18	8	9
MEIJI Trung lậpings Co Ltd	2269 JP	3.150	N/a	N/a	7.043	11,5	15,2	1,3	1,3	13,5	11,5	8,6	6,6	5,5
A2 Milk Co Ltd	151 HK	5	N/a	N/a	7.675	14,2	13,7	3,9	3,1	8,1	25,6	22,6	13,3	12,2
CTCP Sữa Việt Nam	VNM VN	75.000	82.000	Trung lập	6.675	20,5	17,8	5,2	4,9	(6,8)	24,1	29,8	16,7	19,6
<i>Trung bình</i>						21,3	19,3	2,5	2,4	8,9	13,3	12,3	5,7	5,7
<i>Trung vị</i>						20,3	20,0	2,4	2,3	12,2	13,7	11,7	6,4	5,7

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG (Data as in 30 Mar 2023)

## 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>