

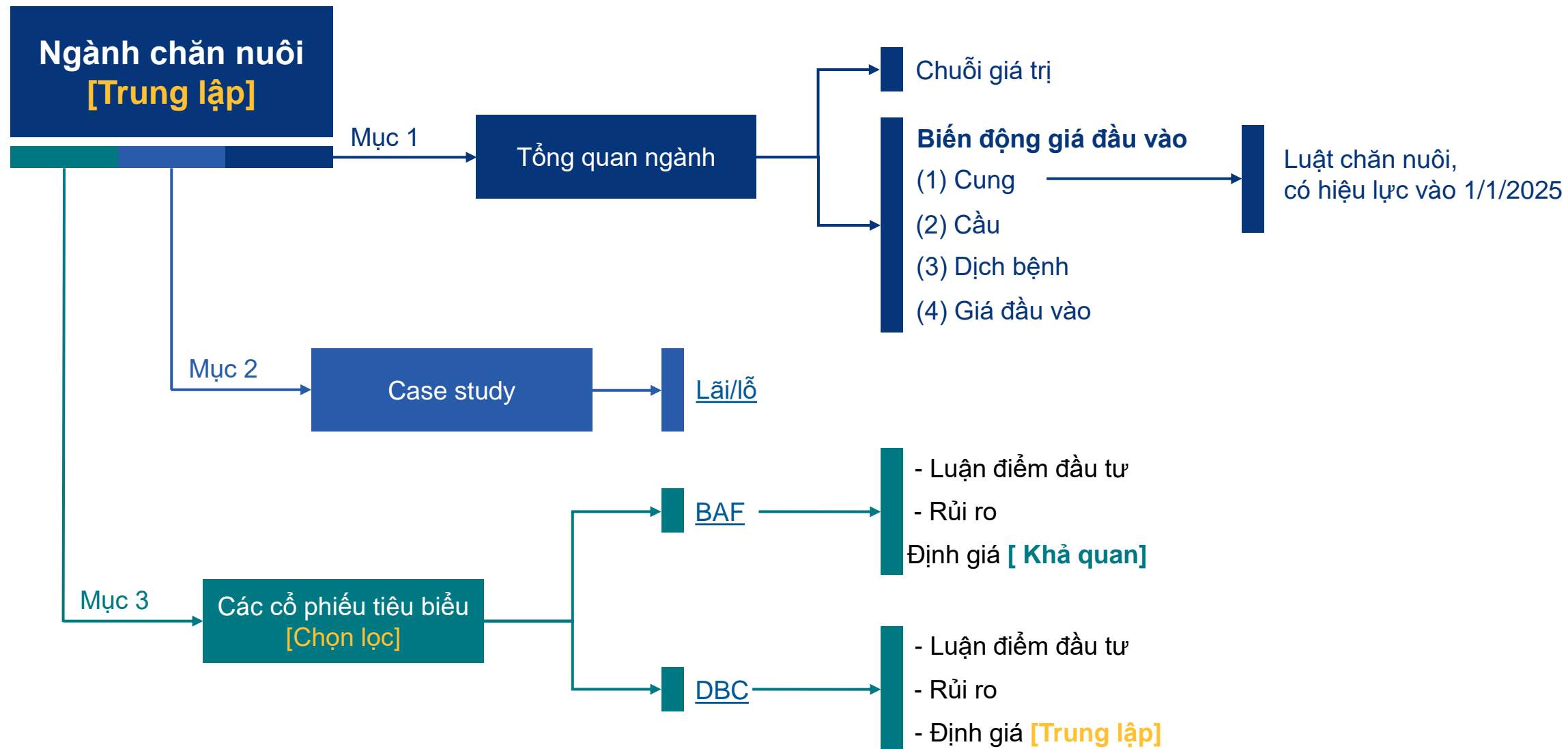


**NGÀNH CHĂN NUÔI VIỆT NAM – Trung Lập**

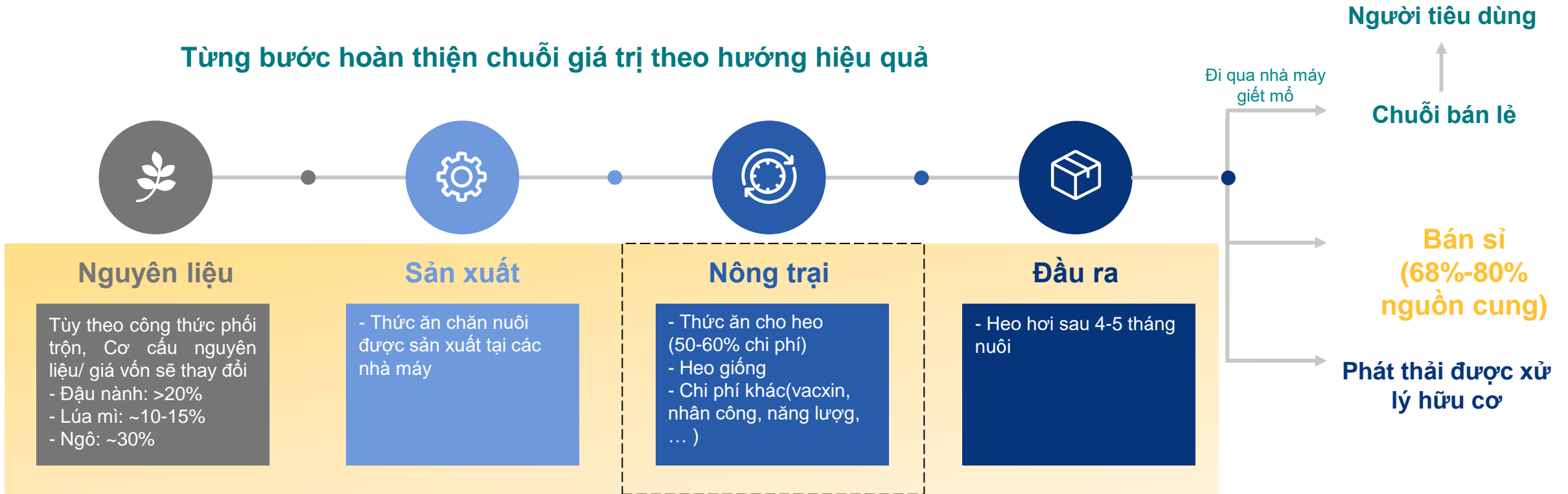
Tháng 6 - 2024



# Tóm tắt nội dung chính



## Từng bước hoàn thiện chuỗi giá trị theo hướng hiệu quả

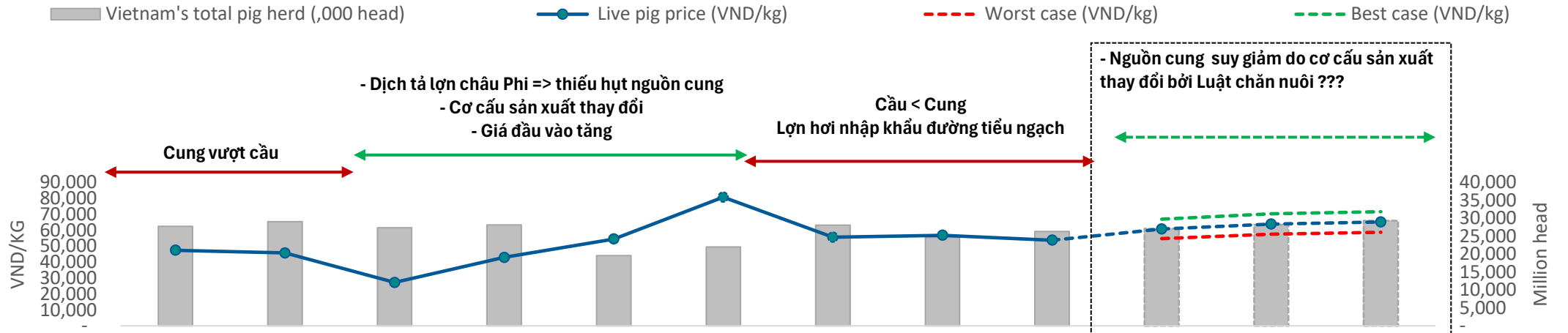


□ Chăn nuôi nhỏ lẻ hoặc trang trại truyền thống

■ Doanh nghiệp chăn nuôi hoặc trang trại hiện đại

- Hầu hết các công ty Chăn nuôi niêm yết đều sở hữu chuỗi giá trị Thức ăn - Trang trại - Thực phẩm, nhưng mảng kinh doanh thực phẩm vẫn chưa phát huy được hiệu quả.
- Công ty niêm yết: DBC, BAF, MML, VSN, HAG,...

# Diễn biến giá heo hơi giai đoạn 2014-2024.



	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F +
<b>Giá</b>	-7%	-4%	-40%	58%	27%	48%	-31%	2%	-5%	13%	5%	2%
<b>Yếu tố chính</b>	Cung vượt cầu			Dịch tả lợn bùng phát			Cầu yếu			Luật chăn nuôi		
(1) Nguồn cung (triệu tấn)	3.52	3.70	3.74	3.83	3.30	3.47	4.18	4.54	4.87	5.01	5.21	5.42
%YoY	4%	5%	1%	2%	-14%	5%	20%	9%	7%	3%	4%	4%
- Nguồn cung heo tiểu ngạch												
- Cấu phần sản xuất thay đổi	<u>Sự gia tăng của các trang trại quy mô vừa và lớn</u>				<u>Dịch tả bùng phát + giá đầu vào tăng</u>				<u>Luật chăn nuôi</u>			
Chăn nuôi nhỏ lẻ	60%-70%	50%-60%							25%-30%			
(2) Nguồn cầu (triệu tấn)	2%	3%	2%	4%	-17%	-3%	5%	4%	4%	4%	4%	5%
(3) Dịch tả lợn Châu Phi	NA	NA	NA	NA	30.6%	0.4%	1.0%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
%YoY						-99%	224%	-79%	-40%			
(4) Giá đầu vào	-	-9%	4%	5%	0%	3%	16%	20%	7%	-7%	3%	3%

Nguồn: BSC Research, Hoichannuoi.vn, GSO, nhachannuoi.vn

# Tóm tắt luật chăn nuôi

- **Nghiên cứu và Đào tạo:** Hỗ trợ nghiên cứu khoa học; khuyến khích nâng cao kỹ năng.
- **Giống Vật nuôi:** Yêu cầu đăng ký và chứng nhận cho các giống mới.
- **Thức ăn Vật nuôi:** Thực thi kiểm soát chất lượng, ghi nhãn, và tiêu chuẩn an toàn.
- **Phúc lợi Động vật:** Thực hiện các biện pháp đối xử nhân đạo; cấm gây hại không cần thiết.
- **Bảo vệ Môi trường:** Yêu cầu quản lý chất thải và kiểm soát ô nhiễm.
- **Giết mổ và Chế biến:** Đảm bảo tiêu chuẩn nhân đạo và vệ sinh; tuân thủ an toàn thực phẩm.
- **Kiểm soát Dịch bệnh:** Thiết lập các giao thức phòng chống và kiểm soát dịch bệnh.
- **Thương mại và Xuất khẩu:** Thực thi các tiêu chuẩn về giao dịch, nhập khẩu, và xuất khẩu động vật và sản phẩm.

Luật chăn nuôi sẽ có hiệu lực từ 1/1/2025

Nghiêm cấm hành vi chăn nuôi trong khu vực không được phép chăn nuôi ở thành phố, thị trấn, khu dân cư.

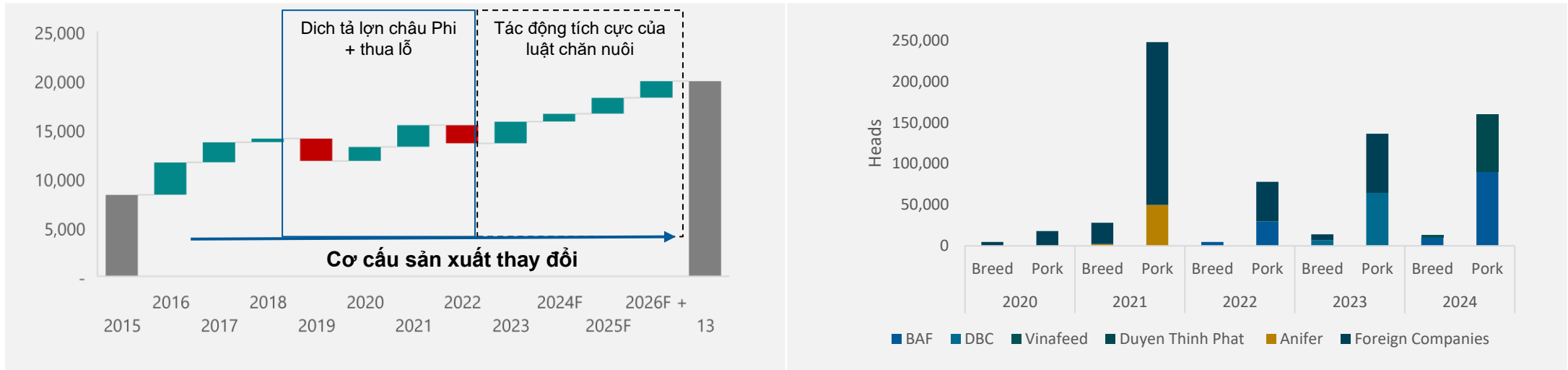
Quy định về quy mô, mật độ, khoảng cách chăn nuôi theo từng vùng miền.

Hàng chục nghìn cơ sở chăn nuôi trên cả nước phải di dời ra khỏi các khu vực dân cư hoặc ngừng hoạt động.

***Rủi ro: Việc thực thi Luật Chăn nuôi vẫn phải đối mặt với nguy cơ chậm trễ do một số vấn đề, bao gồm (1) vốn tái đầu tư, (2) quỹ đất chăn nuôi và (3) thu nhập của người chăn nuôi trong thời gian di dời trại, ...***

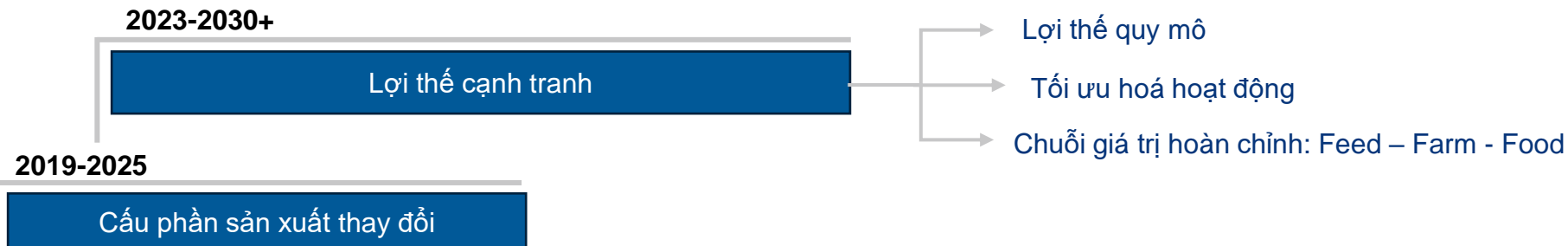
# Những yếu tố nào ảnh hưởng đến ngành trong thời gian sắp tới?

- (1) Cơ cấu sản xuất đã có sự dịch chuyển sang chăn nuôi Chuyên nghiệp (thị phần tăng từ 30% lên 50%-60%) khi thị phần nông hộ giảm bởi dịch bệnh, thua lỗ từ 2018-2024 và các doanh nghiệp chăn nuôi hiện đại đón đầu xu hướng luật chăn nuôi có hiệu lực vào 1/1/2025
- (2) GD 2025-2030: Tốc độ xây dựng trại nhanh của các doanh nghiệp và rủi ro tiến độ thực thi luật chậm, làm tăng nguồn cung và gây sức ép lên giá



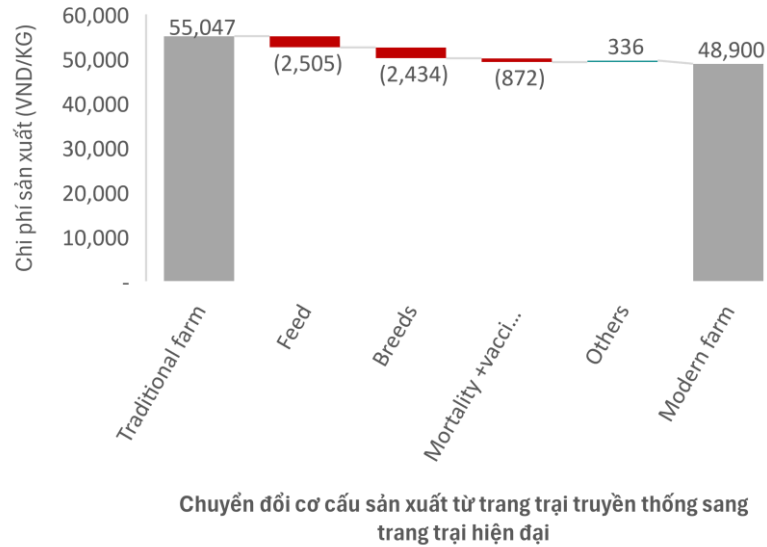
Source: BSC Research, Hoichannuoi.vn, GSO, nhachannuoi.vn

Do đó, chúng tôi đưa ra quan điểm **Trung Lập** cho ngành chăn nuôi và kỳ vọng các doanh nghiệp có lợi thế cạnh tranh sẽ còn dư địa phát triển trong trung hạn...





# Case study: Hiệu quả kinh doanh



Chuyển đổi cơ cấu sản xuất từ trang trại truyền thống sang trang trại hiện đại

### Tối ưu hoá chi phí:

- 1. Thức ăn:** Chủ động tìm nguồn nguyên liệu trộn thức ăn (FCR), thời điểm thu mua nguyên liệu,...
- 2. Con giống:** Chủ động nguồn giống có chất lượng.
- 3. Tỷ lệ tử vong:** Áp dụng hiệu quả các biện pháp an toàn sinh học.
- 4. CP vận hành khác:**

*“Chúng tôi tin rằng chìa khóa cho tăng trưởng trung hạn nằm ở tối ưu chi phí sản xuất => để tăng cường khả năng chống chịu trước những biến động của giá heo hơi.”*

**Xây dựng giả định hoạt động của mô hình chăn nuôi truyền thống với:** (1) Công suất của trang trại ~10.000 con, (2) chỉ chăn nuôi thuần túy – không chủ động về con giống và nguồn nguyên liệu TACN. Lưu ý, cơ cấu chi phí có thể thay đổi, tùy thuộc vào khả năng bảo vệ trang trại khỏi dịch tả lợn châu Phi.

Năm	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F +
<b>Tình trạng</b>	<b>Bình thường</b>	<b>Giá giảm</b>	<b>Tỷ lệ tử vong tăng + Giá đầu vào cao</b>	<b>Cung giảm</b>	<b>Giá giảm + Giá nguyên liệu tăng</b>	<b>Giá lợn tang + giá nguyên liệu giảm</b>						
Giá lợn (VND/KG)	47,500	45,750	27,250	43,000	54,500	80,750	55,600	56,900	53,800	60,869	63,912	65,191
%YoY	-7%	-4%	-40%	58%	27%	48%	-31%	2%	-5%	13%	5%	2%
Chi phí sản xuất (VND/KG)	(42,723)	(40,208)	(39,339)	(43,073)	(59,650)	(65,730)	(54,996)	(59,665)	(59,228)	(55,047)	(56,242)	(55,799)
%YoY	-1%	-6%	-2%	9%	38%	10%	-16%	8%	-1%	-7%	2%	-1%
<b>Lãi/lỗ</b>	<b>4,777</b>	<b>5,542</b>	<b>(12,089)</b>	<b>(73)</b>	<b>(5,150)</b>	<b>15,020</b>	<b>604</b>	<b>(2,765)</b>	<b>(5,428)</b>	<b>5,822</b>	<b>7,671</b>	<b>9,391</b>
<b>Biên lợi nhuận (%)</b>	<b>10%</b>	<b>12%</b>	<b>-44%</b>	<b>0%</b>	<b>-9%</b>	<b>19%</b>	<b>1%</b>	<b>-5%</b>	<b>-10%</b>	<b>10%</b>	<b>12%</b>	<b>14%</b>

# BAF – LỢI NHUẬN BỨT PHÁ

## TP 2024/2025: VND 26,200 – Upside +25%

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Doanh nghiệp:** Công ty Cổ phần Nông nghiệp BaF Việt Nam xây dựng và liên tục hoàn thiện chuỗi giá trị khép kín Thức ăn – Trang trại – Thực phẩm nhằm kiểm soát toàn diện nguyên liệu sản xuất thức ăn chăn nuôi, con giống, trang trại công nghệ cao, sản xuất và chế biến thịt cũng như mạng lưới phân phối đến tay người tiêu dùng.

#### Luận điểm đầu tư:

**(1) Trong năm 2024/2025: kỳ vọng tăng trưởng của lợi nhuận sau thuế là +1763%/+27%YoY:**

(i) Sản lượng lợn hơi (+150%YoY/+48%YoY): nhờ bảo vệ đàn trước sự lây lan của tả lợn châu Phi và sự đóng góp đáng kể từ việc nâng cấp trang trại mới lên tổng đàn +49%YoY

(ii) Biên lợi nhuận gộp cải thiện từ +6.6%(2023) lên +16.75%/18.21%(2024E/2025F), nhờ:

- Giá heo hơi TB duy trì quanh mức 60,000VND ở mức cao hơn so với năm 2023 do các hộ chăn nuôi tạm dừng chăn nuôi vì thua lỗ lớn và tác động của luật chăn nuôi.

- Sự sụt giảm của nguyên liệu đầu vào từ -10%YoY to -20%YoY

**(2) Lợi thế cạnh tranh cho vị thế lâu dài:** Giá vốn hàng bán thấp hơn so với các công ty cùng ngành (10%-15%) và đẩy nhanh tiến độ xây dựng trang trại chăn nuôi lợn, phù hợp với quy định của pháp luật chăn nuôi

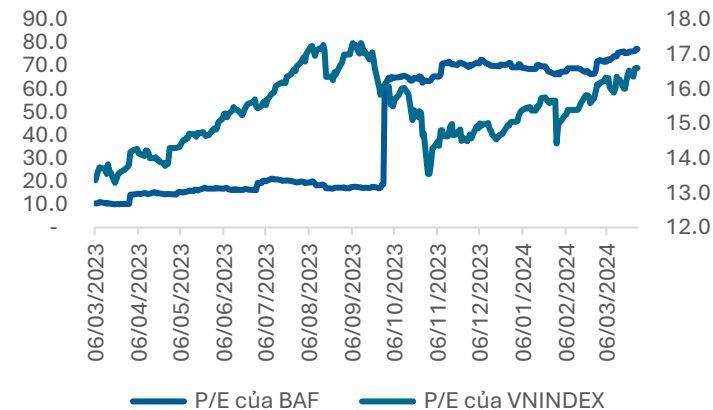
**Rủi ro:** (1) Giá nguyên liệu đầu vào cho mảng thức ăn chăn nuôi sẽ tăng; (2) Rủi ro về quản trị doanh nghiệp(3) Rủi ro từ pha loãng cổ phiếu.

#### Phân tích độ nhạy

VND/KG	2023			2024		
	Cơ bản	Thận trọng 2	Thận trọng 1	Cơ bản	Tích cực 1	Tích cực 2
Giá lợn hơi	53,985	54,935	57,826	60,869	63,913	67,108
Biên lợi nhuận (%)	6%	25%	29%	32%	35%	38%
NPAT	26	253	369	491	614	742
EPS FW		1,071	1,562	2,079	2,596	3,139
PE FW		<b>20.2</b>	<b>13.9</b>	<b>10.4</b>	<b>8.3</b>	<b>6.9</b>

Source: BSC Research

Thông tin cổ phiếu	Cập nhật 21/6/2024
Giá đóng cửa	VND 20,950
Vốn hoá (tỷ VND)	5,495
KLGD 30n (tỷ VND)	3.7
Room khối ngoại còn lại	48.2%



	2022	2023	2024	2025F
P/E (x)	11.0	119.5	10.5	8.3
P/B (x)	2.0	1.5	0.9	0.7
ROA (%)	6%	0%	5%	5%
ROE (%)	16%	1%	13%	14%

	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu thuần	7,083	5,199	6,697	7,856
Lợi nhuận gộp	525	343	1,122	1,430
NPAT	286	26	491	624
EPS	1,912	175	2,057	2,529

Stock call



# DBC – KỶ VỌNG HỒI PHỤC TRONG NĂM 2024

## TP 2024/2025: VND 34,900 - Upside -4%

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Doanh nghiệp:** DBC là tập đoàn hoạt động đa ngành nghề, trong đó, lĩnh vực chính là sản xuất thức ăn chăn nuôi, giống gia súc, gia cầm và chế biến thực phẩm. Bên cạnh đó, DABACO còn tham gia vào lĩnh vực đầu tư xây dựng hạ tầng khu công nghiệp, khu đô thị và kinh doanh bất động sản.

#### Luận điểm đầu tư:

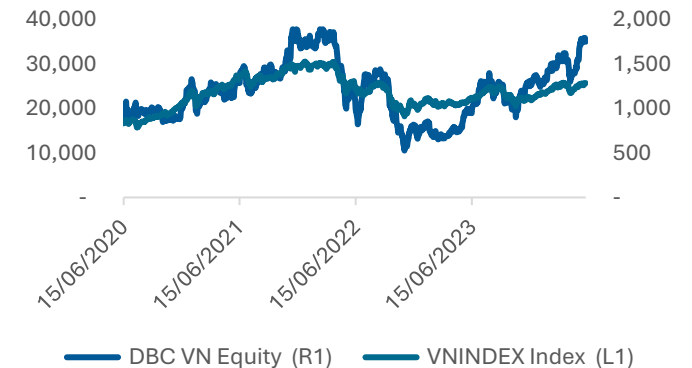
**Sự phục hồi cốt lõi - GPM dự kiến sẽ cải thiện từ -4% (2023) lên 12.4%/12.7% (2024/2025)** do (1) giá lợn hơi kì vọng duy trì ở mức nền cao quanh 60,000 VND (+13% so với cùng kì 2023) do tỷ lệ tái đàn quy mô nhỏ – quy mô trang trại do dịch bệnh phức tạp và chi phí đầu vào cao, tác động của luật chăn nuôi (2) nguyên liệu thức ăn giảm (-5% đến -20%YoY).

Tổng đàn phục hồi sau dịch tả lợn châu Phi và sự đóng góp từ các trang trại lợn mới đi vào hoạt động vào năm 2023, giúp sản lượng tăng +17%YoY

**Catalyst:** (1) Nghiên cứu và thương mại hoá thành công vắc xin tả lợn châu Phi (ASF); (2) Kỳ vọng từ đợt phát hành riêng lẻ

**Rủi ro:** (1) Giá nguyên liệu đầu vào cho mảng thức ăn chăn nuôi tăng; (2) Dịch bệnh động vật, gia cầm; (3) Tổng đàn phục hồi chậm hơn kì vọng

Thông tin cổ phiếu	Cập nhật 21/6/2024
Giá đóng cửa	VND 36,300
Vốn hoá(tỷ VND)	8,785
KLGD 30n ( triệu VND)	96.1
Room khối ngoại còn lại	37.5%



VND/KG	2023			2024		
	Cơ bản	Thận trọng 2	Thận trọng 1	Cơ bản	Tích cực 1	Tích cực 2
Giá heo hơi	53,985	54,935	57,826	60,869	63,913	67,108
Biên LNG(%)	-4%	7%	12%	16%	20%	21.20%
NPAT	25	331	397	468	538	612
EPS FW		1230	1478	1,739	2001	2275
PE FW		30	25	21	18	16

	2022F	2023E	2024F	Vnindex	2022	2023	2024	2025	
P/E (x)	1,691	351.3	18.8	14.4	<b>Doanh thu thuần</b>	11,558	11,110	13,619	14,712
P/B (x)	1.9	1.9	1.7	1.8	<b>Lợi nhuận gộp</b>	960	1,114	1,686	1,874
ROA (%)	0.04%	0%	3%	2%	<b>NPAT</b>	5	25	468	567
ROE (%)	0.11%	1%	9%	12%	<b>EPS</b>	19	(93)	1,736	2,146