

CTCP TẬP ĐOÀN DABACO VIỆT NAM (DBC) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND78.000

Giá mục tiêu

VND74.000

Tỷ suất cổ tức

1,30%

Khuyến nghị

Trung lập

Ngành

Hàng tiêu dùng

Ngày 07/03/2022

Triển vọng ngắn hạn: **Trung lập**

Triển vọng dài hạn: **Tích cực**

Định giá: **Trung lập**

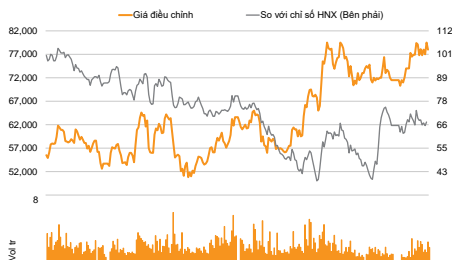
Consensus*: Mua: 3 Giữ: 0 Bán: 0

Giá mục tiêu/Consensus: 0,8%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Tăng dự phóng EPS 2022 0,4%
- Giảm dự phóng EPS 2023 8,3%

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	79.500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	50.800
GTGDBQ 3 tháng (tr)	97.240
Thị giá vốn (tỷ)	8.850
Free float (%)	62
P/E trượt (x)	10,8
P/B hiện tại (x)	1,91

Cơ cấu sở hữu

Nguyễn Như So (CT HĐQT)	18,3%
SSI	11,0%
Fraser Investment Holding	8,7%
Khác	62,0%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Hà Thu Hiền

hien.hathu@vndirect.com.vn

Triển vọng tích cực đã được phản ánh

- DBC tăng ghi nhận doanh thu (DT) 2021 tăng 7,9% svck lên 10.813 tỷ đồng trong khi lợi nhuận (LN) ròng giảm 40,8% svck xuống còn 830 tỷ đồng.
- Dự phóng LN ròng của DBC tăng 8,4%/15,1% svck trong năm 2022-23.
- Nâng giá mục tiêu lên 74.000 đồng/cp tuy nhiên chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Trung lập do định giá đã ở mức hợp lý.

KQKD 2021: bị ảnh hưởng bởi chi phí nguyên vật liệu tăng

DBC ghi nhận DT mảng kinh doanh chính (Thực ăn chăn nuôi - Trang trại - Thực phẩm) tăng 7,0% svck trong 2021 lên 9.821 tỷ đồng do 1) giá TACN tăng mạnh gần 25% svck do chi phí nguyên liệu tăng và 2) giá lợn hơi giảm 23,9% svck do nguồn cung tăng và nhu cầu tiêu thụ giảm bị ảnh hưởng từ đại dịch Covid-19. Bên cạnh đó, biên LN gộp thu hẹp 8,4 điểm % svck chủ yếu do giá đầu vào TACN tăng (giá ngô/đậu tương tăng 60,4%/44,5% svck). Nhìn chung, DBC ghi nhận doanh thu năm 2021 tăng 7,9% svck trong khi LN ròng giảm 40,8% svck.

Nhu cầu tiêu thụ thịt phục hồi thúc đẩy tăng trưởng DT trong 2022

Chúng tôi kỳ vọng DT mảng thức ăn chăn nuôi tăng 6,0%/0,9% svck trong 2022-23 nhờ sản lượng bán tăng 6,0%/3,0% svck. Bên cạnh đó, mảng trang trại và thực phẩm ghi nhận DT tăng 11,0%/7,8% svck nhờ sản lượng bán tăng 17,2/3,0% svck do nhu cầu tiêu dùng phục hồi trong khi giá bán trung bình giảm 5,8% svck năm 2022 do mức tiêu cao trong 6T21 và cải thiện 4,0% svck trong 2023. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần của DBC tăng 7,0%/8,0% svck trong 2022-23 và biên LN gộp sẽ thu hẹp 0,8 điểm % svck trong năm 2022 trước khi phục hồi 0,2 điểm % svck trong năm 2023.

Đà tăng giá gần đây đã phản ánh kỳ vọng về vaccine ASF

Chúng tôi cho rằng đà tăng giá gần đây của DBC đã phản ánh kỳ vọng của nhà đầu tư về giá lợn hơi tăng cao và doanh thu từ việc sản xuất vaccine dịch tả lợn Châu Phi (ASF). Chúng tôi kỳ vọng nếu vaccine thành công, đến năm 2024 dịch bệnh ASF có thể được kiểm soát và đàn lợn sẽ được khôi phục về mức trước dịch. Tuy nhiên, thông tin về vắc xin vẫn còn hạn chế và vaccine dự kiến được sản xuất thương mại vào cuối năm 2022. Do đó, chúng tôi cho rằng vaccine sẽ không đóng góp nhiều vào doanh thu của DBC trong 2022 và chúng tôi chưa đưa việc sản xuất vaccine vào mô hình định giá của mình.

Hạ khuyến nghị Trung Lập với giá mục tiêu cao hơn là 74.000 đồng/cp

Chúng tôi tăng giá mục tiêu lên 15,6% cho năm 2022 và P/E mục tiêu là 9,0 lần áp dụng với EPS trung bình năm 2022-23. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tiềm năng tăng trưởng của doanh nghiệp đã được phản ánh vào giá. Rủi ro tăng giá đến từ yếu tố giá thịt lợn cao hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá bao gồm giá thịt lợn giảm nhanh hơn dự kiến và giá nguyên liệu đầu vào sản xuất thức ăn chăn nuôi cao hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	10.022	10.813	11.575	12.503
Tăng trưởng DT thuần	39,4%	7,9%	7,0%	8,0%
Biên lợi nhuận gộp	25,5%	17,1%	16,3%	16,6%
Biên EBITDA	23,2%	15,3%	14,1%	14,3%
LN ròng (tỷ)	1.400	830	899	1.035
Tăng trưởng LN ròng	358,9%	(40,8%)	8,4%	15,1%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	14.337	7.559	7.823	9.006
EPS điều chỉnh	14.167	6.796	7.353	8.465
BVPS	40.257	40.846	44.170	53.147
ROAE	38,7%	18,6%	18,4%	18,5%

Nguồn: VND RESEARCH

TRIỂN VỌNG TÍCH CỰC ĐÃ ĐƯỢC PHẢN ÁNH

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi nâng giá mục tiêu của DBC lên 74.000 đồng, dựa trên các yếu tố sau:

Chúng tôi nâng định giá DCF lên 13,8% dựa trên việc chuyển năm cơ sở sang 2022 và tăng EPS năm 2022 lên 0,4%. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng hạ tỷ lệ vay ngắn hạn/doanh thu và vay dài hạn/doanh thu xuống 11,0%/5,0% từ mức 15,0%/12,0% trong dự phóng trước đó để phù hợp với số liệu thực tế năm 2021.

Chúng tôi nâng định giá P/E lên 16,7% sau khi sử dụng EPS trung bình năm 2022-23. Ngoài ra, chúng tôi nâng P/E mục tiêu lên 9,0 lần nhằm phản ánh tốt hơn theo biến động của thị trường hiện tại. DBC đang giao dịch ở mức P/E là 10,7 lần - thấp hơn các công ty cùng ngành trong khu vực như MML với P/E là 19,8 lần và CP Thái Lan với P/E là 16,9 lần. Do đó, chúng tôi cho rằng với vị thế là một trong những doanh nghiệp 3F hàng đầu trong ngành chăn nuôi cùng với lợi thế cạnh tranh rõ ràng và nhiều dự án mở rộng công suất, DBC xứng đáng được đánh giá cao hơn với mức P/E năm 2022 là 9,0 lần để phản ánh đầy đủ thế mạnh của công ty. Do đó, chúng tôi áp dụng P/E mục tiêu là 9,0 lần cho DBC trong năm 2022.

Hình 1: Tổng hợp định giá

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	76.264	50%	38.132
P/E	71.022	50%	35.511
Giá mục tiêu 2022 (làm tròn)			74.000

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Định giá theo phương pháp so sánh (P/E)

Lợi nhuận sau thuế để tính EPS năm 2021 (tỷ đồng)	909
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	115
EPS pha loãng 2021 (đồng)	7.891
Hệ số P/E mục tiêu (lần)	9,0
Định giá 2022 (đồng/cp)	71.022

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF)

Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	7.928
Giá trị hiện tại của dòng tiền ở cuối kỳ (tỷ đồng)	2.069
Giá trị doanh nghiệp (Tỷ đồng)	9.997
Nợ ròng (tỷ đồng)	(1.208)
Giá trị vốn đầu tư (Tỷ đồng)	8.789
Số cổ phiếu lưu hành trong kỳ (Triệu CP)	115
Giá trị vốn trên mỗi cổ phiếu (Đồng)	76.264
WACC	11,7%
Chi phí vốn	14,2%
Tăng trưởng dài hạn	1,0%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Mô hình định giá dòng tiền chiết khấu

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
EBIT	1.554	980	998	1.149	1.126	963	1.009	1.056	1.088	1.122	1.158	1.195	1.232
Khấu hao	466	492	516	555	595	637	680	725	771	819	868	917	966
Đầu tư tài sản cố định	(569)	(319)	(564)	(552)	(565)	(579)	(594)	(609)	(625)	(642)	(643)	(644)	(645)
Thay đổi vốn lưu động	(76)	(802)	511	(634)	(118)	(128)	(133)	(138)	(108)	(111)	(115)	(118)	(122)
Dòng tiền tự do	1.376	350	1.462	518	1.038	893	962	1.034	1.126	1.188	1.268	1.349	1.432
Chi phí thuế	(154)	(150)	(99)	(114)	(111)	(95)	(100)	(104)	(108)	(111)	(115)	(118)	(122)
Dòng tiền tự do doanh nghiệp	1.222	200	1.363	405	927	798	863	929	1.018	1.077	1.153	1.231	1.310
Giá trị năm cuối mô hình													7.821
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	1.222	200	1.363	362	742	572	554	534	523	495	475	454	432
Giá trị hiện tại của giá trị năm cuối mô hình													2.069

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

Tuy nhiên, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Trung lập do tiềm năng tăng trưởng của doanh đã được phản ánh vào giá

Giá cổ phiếu DBC đã tăng 54,7% tính từ đầu năm 2021, kéo theo mức P/E là 10,7 lần. Chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu đã phản ánh triển vọng tích cực của doanh nghiệp trong 2022-23

- DBC có tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn nhờ các dự án mở rộng công suất ở mảng thịt lợn, thâm nhập sâu hơn vào mảng dầu ăn với việc đưa nhà máy ép dầu giai đoạn 2 vào hoạt động trong Q4/22 và đầu tư vào các dự án bất động sản tại Bắc Ninh.
- Mô hình kinh doanh 3F (Feed - Farm - Food) giúp công ty giảm bớt được những thiệt hại do các dịch bệnh gây ra, cụ thể là dịch tả lợn Châu Phi, nhờ đó đảm bảo hoạt động chăn nuôi của DBC.
- Công ty có khả năng tăng giá bán trung bình thức ăn chăn nuôi để giảm áp lực lên biên LN gộp do chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng cao.
- DBC sẽ ghi nhận doanh thu từ dự án bất động sản chung cư Huyện Quang vào năm 2022.
- Chúng tôi kỳ vọng DBC sẽ đạt mức tăng trưởng lợi nhuận là 8,4%/15,1% svck trong năm 2022-23.

Rủi ro tăng giá đến từ yếu tố giá thịt lợn cao hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá bao gồm giá thịt lợn giảm nhanh hơn dự kiến và giá nguyên liệu đầu vào sản xuất thức ăn chăn nuôi cao hơn dự kiến.

Hình 5: So sánh doanh nghiệp cùng ngành (Dữ liệu ngày 01/03/2022)

Công ty	Mã	Bloomberg	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (Đv tiền bản địa)	Vốn hóa (tr US\$)	Tăng trưởng EPS 3 năm CAGR (%)	P/E (lần)		P/B (lần)		ROE (%)		ROA (%)	
							2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023
Japfa Comfeed Indonesia Tbk PT	JPFA IJ	KKN	N/a	N/a	1.285	20,4	8,6	7,1	1,4	1,2	14,6	15,9	6,8	7,6
Thaifoods Group PCL	TFG TB	KKN	N/a	N/a	739	33,3	9,6	8,9	N/a	N/a	18,6	17,1	6,7	6,0
Charoen Pokphand Foods PCL	CPF TB	KKN	N/a	N/a	6.429	2,9	10,0	11,0	0,9	0,9	8,3	7,8	2,7	2,6
Wellhope Foods Co Ltd	603609 CH	KKN	N/a	N/a	1.463	39,6	11,0	8,4	1,3	1,1	9,4	13,4	2,7	N/a
WH Group Ltd	288 HK	KKN	N/a	N/a	9.011	(2,0)	7,0	6,5	0,9	0,9	13,4	13,7	6,7	6,9
COFCO Joycome Foods Ltd	1610 HK	KKN	N/a	N/a	1.802	N/a	8,1	4,6	1,1	0,9	15,0	21,6	9,3	13,6
Trung bình						18,4	9,0	7,7	1,1	1,0	13,2	14,9	5,8	7,3
Trung vị						18,1	9,1	7,7	1,1	0,9	14,0	14,8	6,7	6,9
CTCP Tập đoàn DABACO Việt Nam	DBC VN	TRUNG LẬP		74.000	402	99,3	9,7	8,4	1,9	1,6	18,3	18,9	8,3	9,5

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

KQKD Q4/21 và 2021: Biên lợi nhuận gộp bị ảnh hưởng bởi giá nguyên liệu cho thức ăn chăn nuôi tăng và giá thịt lợn giảm

Hình 5: KQKD Q4/21 và 2021

Tỷ đồng	Q4/21	Q4/20	%svck	2021	2020	%svck	Dự phóng 2021	%sv dự phóng 2021	Chú thích
Doanh thu	3.061	2.867	6,8%	10.813	10.022	7,9%	11.538	93,7%	
3F (Feed - Farm - Food)	2.393	2.529	-5,4%	9.821	9.175	7,0%	9.688	101,4%	Theo quan điểm của chúng tôi, doanh thu mảng 3F ghi nhận mức tăng trưởng âm 5,4% svck trong Q4/21 chủ yếu do giá lợn hơi chạm đáy xuống dưới mức dưới 40.000 đồng vào T10/2021 do nhu cầu tiêu thụ yếu bị ảnh hưởng bởi làn sóng Covid lần thứ 4.
Khác	708	440	60,8%	1.351	1.198	12,8%	1.849	73,1%	Doanh thu các mảng khác ghi nhận mức tăng ấn tượng 60,8% svck chủ yếu nhờ doanh thu mảng bất động sản tăng 104,7% svck trong Q4/21. Chúng tôi cho rằng kết quả khả quan này đến từ việc bàn giao dự án bất động sản Lotus Center. Trong khi đó, doanh thu hoạt động thương mại giảm 15,3% svck do tình hình dịch bệnh diễn biến phức tạp ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh nhà hàng, khách sạn của DBC.
Lợi nhuận gộp	370	589	-37,2%	1.853	2.558	-27,6%	2.401	77,2%	
Biên LN gộp	12,1%	20,5%	-8,5 đ %	17,1%	25,5%	-8,4 đ %	20,8%	-3,7 đ %	
3F (Feed - Farm - Food)	8,5%	21,1%	-12,6 đ %	18,5%	28,9%	-10,4 đ %	21,0%	-2,5 đ %	Giá thức ăn chăn nuôi tăng 10-15% svck trong Q4/21 nhằm bù đắp chi phí nguyên liệu đầu vào cao (giá ngô tăng 36,0% svck và giá đậu tương tăng 10,4% svck). Trong khi đó, giá lợn hơi trong nước giảm 36,7% svck trong Q4/21 do nhu cầu tiêu thụ yếu. Do đó, biên lợi nhuận gộp giảm 12,6 điểm % svck trong Q4/21.
Khác	29,3%	35,6%	-6,3 đ %	29,0%	21,7%	7,4 đ %	20,0%	9,0 đ %	
Chi phí BH và QLDN	193	213	-9,5%	750	720	4,1%	1.061	70,7%	
% chi phí BH và QLDN/DT	6,3%	7,4%	-1,1 đ %	6,9%	7,2%	-0,3 đ %	9,2%	-2,3 đ %	
EBIT	177	376	-53,0%	1.103	1.838	-40,0%	1.340	82,3%	
Biên EBIT	5,8%	13,1%	-7,3 đ %	10,2%	18,3%	-8,1 đ %	11,6%	-1,4 đ %	
LN trước thuế	164	323	-49,3%	980	1.553	-36,9%	1.182	82,9%	
Biên LN trước thuế	5,3%	11,3%	-5,9 đ %	9,1%	15,5%	-6,4 đ %	10,2%	-1,1 đ %	
Chi phí thuế	52	60	-12,9%	150	154	-2,3%	118	127,2%	
Thuế suất	31,8%	18,5%	13,3 đ %	15,3%	9,9%	5,4 đ %	10,0%	5,3 đ %	
Lợi nhuận ròng	112	263	-57,6%	830	1.400	-40,8%	1.064	78,0%	Thấp hơn so với dự phóng của chúng tôi
Biên LN ròng	3,6%	9,2%	-5,5 đ %	7,7%	14,0%	-6,3 đ %	9,2%	-1,5 đ %	
EPS pha loãng (đồng)	969	2.515	-61,5%	7.199	13.366	-46,1%	9.547	75,4%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, COMPANY REPORTS

Triển vọng 2022-23: Sự phục hồi dần dần từ 2022

Thức ăn chăn nuôi: Áp lực giá nguyên liệu đầu vào có dấu hiệu giảm bớt.

Chúng tôi cho rằng những chính sách “Sống chung với Covid” của Chính phủ, cụ thể là cho phép các nhà hàng, quán ăn và những cơ sở sản xuất mở cửa trở lại sẽ giúp tăng nhu cầu tiêu thụ thực phẩm, từ đó đem lại triển vọng tốt hơn cho ngành thức ăn chăn nuôi. Mordor Intelligence dự báo ngành thức ăn chăn nuôi Việt Nam sẽ đạt mức tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) là 4,6% trong giai đoạn 2021-2026, trong đó thị trường thức ăn gia cầm đóng góp nhiều nhất do nhu cầu tiêu thụ gia cầm cao hơn với chi phí sản xuất và giá thành sản phẩm thấp. Năm 2022, Cục Chăn Nuôi đặt mục tiêu giá trị sản xuất ngành chăn nuôi tăng bình quân 4%, trong đó thịt lợn đạt 3,95 triệu tấn (+ 3,6% svck) và thịt gia cầm đạt 1,79 triệu tấn (+5,1% svck)

Theo quan điểm của chúng tôi với sự gia tăng của các sản phẩm chăn nuôi, nhu cầu thức ăn chăn nuôi trong nước cũng sẽ được thúc đẩy. Với vị thế là doanh nghiệp tiên phong triển khai mô hình kinh doanh 3F (Feed – Farm – Food) với chín thương hiệu thức ăn chăn nuôi khác nhau, chúng tôi kỳ vọng DBC sẽ tận dụng được xu hướng này. Theo đó, chúng tôi dự phóng trong năm 2022, doanh thu thức ăn chăn nuôi sẽ tăng 6,0% svck nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 6,0% svck

trong khi giá thức ăn chăn nuôi bình quân gần như không có nhiều biến động bởi mức giá đã tăng cao trong năm 2021 và chúng tôi cho rằng doanh nghiệp cần giữ cho giá bán ổn định nhằm duy trì khả năng cạnh tranh.

Bên cạnh đó, chúng tôi cũng kỳ vọng giá ngũ cốc toàn cầu sẽ ổn định nhưng vẫn duy trì ở mức cao vào năm 2022. Theo đó giá ngô dự báo giảm 10% svck trong khi đậu tương được dự báo sẽ ổn định do:

- Theo Hội đồng Ngũ cốc Quốc tế (IGC), sản lượng ngũ cốc toàn cầu được dự báo sẽ tăng 2% svck.
- Trung Quốc dự kiến sẽ giảm lượng nhập khẩu nông sản trong năm 2022. Hội đồng Ngũ cốc Quốc tế (IGC) dự báo sản lượng ngô niên vụ 2021-22 tăng 6,0% svck và sản lượng đậu tương ở mức 368 triệu tấn (tăng 1 triệu tấn so với niên vụ 2020-21). Bên cạnh đó, theo Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ, lượng ngô nhập khẩu của Trung Quốc dự kiến sẽ giảm xuống 20 triệu tấn vào niên vụ 2021-22 so với mức 30 triệu tấn trong niên vụ 2020-21. Do Trung Quốc là quốc gia nhập khẩu nông sản lớn nhất thế giới, chúng tôi cho rằng điều này có thể gây áp lực lên giá ngô toàn cầu trong năm tới.
- Mới đây, để hỗ trợ ngành chăn nuôi trong nước, Chính phủ đã ban hành Nghị định số 110 nhằm điều chỉnh mức thuế suất thuế xuất khẩu và thuế suất thuế nhập khẩu ưu đãi đối với một số nhóm hàng. Thuế suất nhập khẩu lúa mì giảm từ 3,0% xuống 0,0% và thuế xuất khẩu ngô giảm từ 5,0% xuống 2,0%. Chúng tôi kỳ vọng mức thuế mới sẽ có tác động tích cực giúp hạ giá thành đầu vào nguyên liệu sản xuất thức ăn chăn nuôi.
- Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng xung đột Nga - Ukraine những ngày gần đây sẽ có tác động tiêu cực đến ngành thức ăn chăn nuôi trong ngắn hạn. Nga và Ukraine là các quốc gia xuất khẩu lúa mì lớn thứ 1 và thứ 3 thế giới, chiếm gần một phần ba tổng kim ngạch thương mại lúa mì thế giới. Ngoài ra, Ukraine còn là nước xuất khẩu ngô lớn thứ 4, chiếm 22% kim ngạch thương mại thế giới. Giá lúa mì và giá ngô đã tăng lần lượt 17,8% và 8,4% so với trước khi xảy ra xung đột. Do đó, chúng tôi cho rằng giá nguyên liệu đầu vào sẽ tiếp tục ở mức cao trong ngắn hạn và giảm dần trong 6 tháng cuối năm 2022.

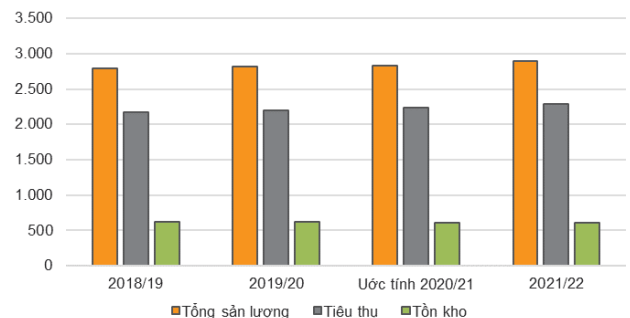
Do đó, biên LN gộp mảng thức ăn chăn nuôi được dự phóng sẽ tăng 1 điểm % svck trong năm 2022.

Hình 6: Giá nguyên liệu đầu vào cho thức ăn chăn nuôi giảm nhẹ so với mức cao nhất vào T5/2021



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 7: Sản lượng ngũ cốc toàn cầu được dự báo sẽ gia tăng (Đơn vị: triệu tấn)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, IGC

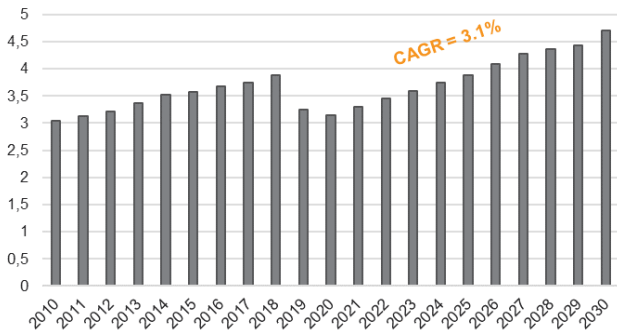
Trang trại & Thực phẩm: Nắm bắt cơ hội từ nhu cầu đang phục hồi

Trong ngắn hạn, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ thịt sẽ tăng khoảng 10% svck trong Q1/22 do nhu cầu dự trữ thực phẩm tăng cao liên quan đến sự gia tăng đột biến các ca nhiễm Covid-19 sau dịp Tết Nguyên đán. Đồng thời, việc

mở cửa trở lại các nhà hàng, trường học và nhà máy khi Việt Nam bắt đầu bước vào giai đoạn “Bình thường mới” cũng sẽ thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ thịt. Theo Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (OECD), Việt Nam sẽ vươn lên vị trí thứ 2 châu Á về tiêu thụ thịt lợn vào năm 2022. Theo đó, tiêu thụ thịt lợn tại Việt Nam dự báo đạt 3,4 triệu tấn vào năm 2022 với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm là 3,1% trong giai đoạn 2022-30.

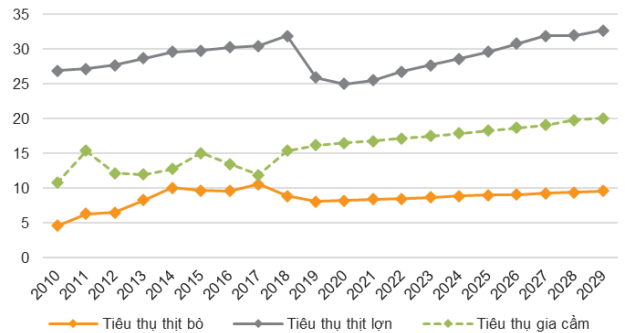
Năm 2021, DBC có kế hoạch mở rộng đàn lợn với 3 dự án chính tại các tỉnh Bình Phước, Hòa Bình và Thanh Hóa. Những dự án này dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong Q3-Q4/22 và giúp công ty đạt tổng quy mô 285.000 lợn thịt, 20.200 lợn hậu bị và 247.000 lợn cai sữa vào năm 2022. Thêm vào đó, doanh nghiệp cũng đã phê duyệt phương án đầu tư xây dựng khu chăn nuôi tại huyện Gia Bình, Bắc Ninh (tổng vốn đầu tư 278 tỷ đồng) với quy mô 2.400 con nái và 3.000 con hậu bị. Dự án dự kiến sẽ được thực hiện trong 2022-23. Nhờ đó, chúng tôi cho rằng loạt dự án mới sẽ giúp DBC đáp ứng tốt hơn nhu cầu tiêu thụ thịt ngày càng tăng trong giai đoạn 2022-23. Đồng thời chúng tôi kỳ vọng vaccine ASF sẽ được sản xuất thương mại và bán trên thị trường trong Q4/22 sẽ giúp người chăn nuôi có động lực tái đàn và mở rộng quy mô đàn lợn. Qua đó chúng tôi cho rằng nhu cầu đối với lợn giống sẽ tăng trong năm tới. Do đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ giống và lợn thịt của DBC sẽ tăng lần lượt 4,0% và 17,2% svck trong năm 2022.

Hình 8: Lượng tiêu thụ thịt lợn của Việt Nam được dự báo sẽ đạt CAGR là 3,1% trong giai đoạn 2021-30 (đơn vị: triệu tấn)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, OECD

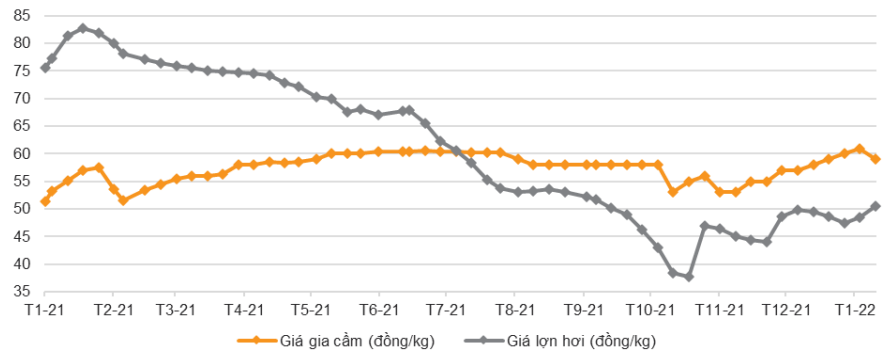
Hình 9: Sản lượng tiêu thụ thịt bình quân đầu người tại Việt Nam trong 2010-29 (đơn vị: kg/người)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, OECD

Năm 2021, giá lợn hơi bình quân giảm 23,9% svck và chạm mức thấp nhất là 37.000 đồng vào T10/2021 (giảm 50,1% kể từ đầu năm). Chúng tôi cho rằng giá lợn hơi sụt giảm mạnh do 1) nhu cầu tiêu thụ thịt yếu đi sau khi các nhà hàng và trường học phải đóng cửa tạm thời, và 2) vận chuyển khó khăn trong giai đoạn giãn cách xã hội dẫn đến số lượng lợn tồn đọng trong các trại nuôi nhiều hơn. Tuy nhiên, theo ghi nhận của chúng tôi, giá lợn hơi đang dần phục hồi kể từ mức đáy vào T10/ 2021 nhờ nới lỏng các biện pháp giãn cách xã hội. Trong ngắn hạn, chúng tôi kỳ vọng giá lợn hơi sẽ tiếp tục tăng và đạt 55-60.000 đồng nhờ 1) nhu cầu tiêu thụ thịt trong Q1/22 tăng 10% svck do nhu cầu dự trữ thực phẩm cao liên quan đến sự gia tăng đột biến của số ca nhiễm sau Covid-19 sau Tết Nguyên đán và 2) việc mở cửa trở lại các dịch vụ ăn uống tại chỗ trong giai đoạn "bình thường mới". Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng trong năm 2022, giá lợn hơi bình quân sẽ giảm 5,8% svck so với mức giá 61.600 đồng ghi nhận trong năm 2021, chủ yếu là do mức nền giá cao trong sáu tháng đầu năm 2021. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng doanh thu ngành mang trang trại & Thực phẩm tăng 11,0% svck trong năm 2022 nhờ 1) doanh thu từ lợn giống tăng 6,1% svck và 2) doanh thu từ lợn thịt tăng 10,3% svck.

Hình 10: Giá thịt lợn và gia cầm tại Việt Nam từ T1/2021 đến T1/2022



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, ANOVA FEED

Các mảng kinh doanh khác: **Bất động sản trở thành tâm điểm**

DBC hiện đang triển khai dự án Huyện Quang với quy mô 458 căn hộ, dự kiến bàn giao vào Q2/22. Chúng tôi kỳ vọng dự án Huyện Quang sẽ mang lại doanh thu 802 tỷ đồng cho DBC vào năm 2022. Theo khảo sát của chúng tôi, dự án bất động sản chung cư của DBC tọa lạc tại trung tâm thành phố Bắc Ninh, gần một số khu vui chơi giải trí, bệnh viện, trường học như Vincom Plaza, Bệnh viện Đa khoa tỉnh Bắc Ninh. Do đó, chúng tôi dự báo dự án Huyện Quang sẽ đóng góp gần 100 tỷ đồng vào lợi nhuận sau thuế của DBC trong năm 2022.

Ngoài ra, công ty thông báo rằng họ đã vượt qua giai đoạn thử nghiệm thứ ba của vaccine ASF. Trong đó, 100% số lợn không tiêm vaccine trong phòng thí nghiệm chết trong khi đó tất cả lợn được tiêm vaccine đều đạt đáp ứng miễn dịch phù hợp với ASF. DBC đã hoàn thành 95% tiến độ thử nghiệm vào T12/2021. Năm 2022, công ty dự kiến đầu tư nhà máy sản xuất vaccine tại Lạc Vệ, huyện Tiên Du, Bắc Ninh. Do đó, chúng tôi kỳ vọng DBC sẽ bắt đầu sản xuất và thương mại hóa vaccine này vào Q4/22. Tuy nhiên, thông tin về vaccine vẫn còn hạn chế và vaccine dự kiến sẽ được sản xuất thương mại vào cuối năm 2021. Do đó, chúng tôi cho rằng vaccine sẽ đóng góp tỷ trọng không lớn vào doanh thu năm 2022 của DBC và cần thêm thông tin để đưa việc sản xuất vaccine vào mô hình dự phóng của chúng tôi. Do đó, chúng tôi chưa đưa luận điểm đầu tư vắc xin vào mô hình dự phóng và sẽ cập nhật thêm thông tin về vaccine trong báo cáo tiếp theo.

Thay đổi trong dự phóng doanh thu trong 2022-2023

Chúng tôi thay đổi các giả định về dự phóng của DBC như sau:

- Chúng tôi nâng giả định sản lượng tiêu thụ thức ăn chăn nuôi tăng 2,9%/2,9% trong 2022/23 do nhu cầu thức ăn chăn nuôi cao hơn dự kiến. Trong khi đó, chúng tôi giảm giá thức ăn chăn nuôi trung bình 1,0%/3,0% trong 2022/23 do chúng tôi cho rằng giá thức ăn chăn nuôi đã đạt đỉnh vào năm 2021 và sẽ giảm dần theo giá đầu vào ổn định. Do vậy, doanh thu mảng thức ăn chăn nuôi 2022/23 tăng 8,8%/5,6% so với dự phóng trước đó.
- Dự báo doanh thu từ mảng trang trại và thực phẩm trong năm 2022/23 giảm 9,7%/14,9% chủ yếu do 1) giả định giá lợn hơi giảm 3,3% vào năm 2022 nhưng tăng 0,5% vào năm 2023 so với dự phóng trước đó do giá lợn hơi năm 2021 thấp hơn 5,2% so với dự phóng của chúng tôi và 2) giả định sản lượng tiêu thụ tăng 7,6% trong năm 2022 và giảm 2,6% vào năm 2023 do nhu cầu tiêu thụ phục hồi nhanh hơn dự kiến.
- Chúng tôi giảm doanh thu mảng thương mại & khách sạn 40,0%/39,9% trong năm 2022/23 so với dự báo trước đó do mảng này bị ảnh hưởng

nặng nề hơn dự kiến của chúng tôi trong năm 2021. Tuy nhiên, chúng tôi tăng giả định tỷ lệ sử dụng nhà máy dầu lên 25% trong năm 2023 do nhà máy dầu ăn giai đoạn 2 sẽ đi vào hoạt động từ cuối quý Q4/22. Do đó, doanh thu các mảng khác trong năm 2022/23 giảm 17,2%/2,6% so với dự phóng trước đó của chúng tôi.

- Ngoài ra, chúng tôi giảm tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp/doanh thu xuống 2,8/2,3 điểm % so với dự phóng trước đó để phù hợp với số liệu thực tế năm 2021.
- Do đó, lợi nhuận ròng tăng 0,5% vào năm 2022 nhưng giảm 8,3% vào năm 2023 so với dự phóng trước đó của chúng tôi.

Hình 11: Thay đổi dự phóng 2022-23

Tỷ đồng	2021	2022			2023		
		Cũ	Mới	Thay đổi	Cũ	Mới	Thay đổi
Doanh thu thuần	10.813	12.279	11.575	-5,7%	13.296	12.462	-6,3%
Thức ăn chăn nuôi (giả định)	3.855	3.756	4.087	8,8%	3.907	4.125	5,6%
Chăn nuôi và thực phẩm (giả định)	4.687	5.765	5.205	-9,7%	6.548	5.570	-14,9%
Khác (giả định)	2.206	2.758	2.283	-17,2%	2.841	2.767	-2,6%
LN gộp	1.853	2.304	1.892	-17,9%	2.512	2.030	-19,2%
Biên LN gộp	17,1%	18,8%	16,3%	-2,4 đ %	18,9%	16,3%	-2,6 đ %
Chi phí bán hàng và QLDN	750	1.191	804	-32,5%	1.223	866	-29,2%
% chi phí BH&QLDN/DT	6,9%	9,7%	6,9%	-2,8 đ %	9,2%	6,9%	-2,3 đ %
EBIT	1.103	1.113	1.088	-2,2%	1.289	1.165	-9,6%
Biên EBIT	10,2%	9,1%	9,4%	0,3 đ %	9,7%	9,3%	-0,3 đ %
%svck	980	995	998	0,3%	1.214	1.112	-8,4%
LN ròng	9,1%	8,1%	8,6%	0,5 đ %	9,1%	8,9%	-0,2 đ %
Biên LN ròng	830	896	899	0,4%	1.092	1.002	-8,3%
% svck	7,7%	7,3%	7,8%	0,5 đ %	8,2%	8,0%	-0,2 đ %

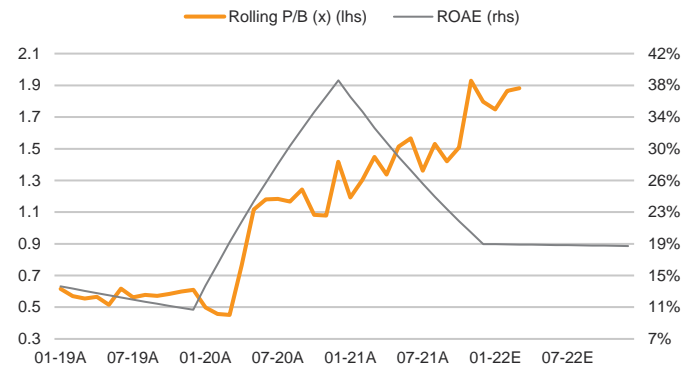
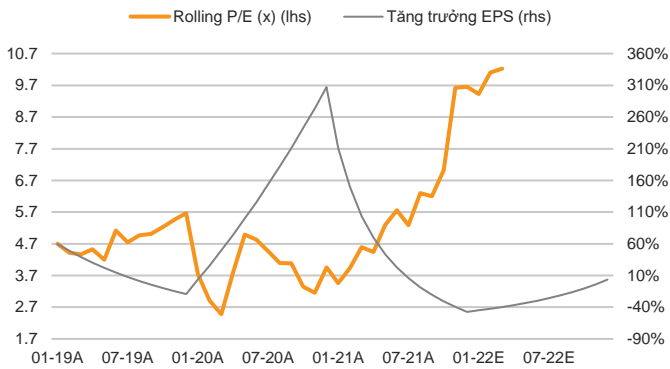
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

LN ròng 2022/23 tăng nhẹ nhờ nhu cầu phục hồi

Năm 2022, doanh thu của DBC ước tính tăng 7,0% svck, được củng cố bởi 1) doanh thu mảng kinh doanh thức ăn chăn nuôi tăng 6,0% svck do nhu cầu đối với thức ăn cho lợn và gia cầm tăng và 2) doanh thu mảng trang trại & thực phẩm tăng 11,0% svck do nhu cầu về lợn giống tăng nhờ hoạt động tái đàn của người chăn nuôi và vaccine được sản xuất rộng rãi. Chúng tôi kỳ vọng mảng trang trại và thực phẩm sẽ đóng góp 44,5% vào tổng doanh thu của DBC trong năm 2022 với biên LN gộp giảm 2,6 điểm % svck do giá bán thịt lợn giảm. Trong khi đó, biên LN gộp mảng thức ăn chăn nuôi được kỳ vọng sẽ cải thiện 1,0 điểm % nhờ mức thuế mới cùng với giá nông sản hạ nhiệt. Nhìn chung, chúng tôi dự phóng biên LN gộp của DBC sẽ giảm 0,8 điểm % xuống mức 16,3%. LN ròng năm 2021 kỳ vọng tăng 8,4% svck lên 899 tỷ đồng.

Trong năm 2023, chúng tôi kỳ vọng doanh thu của DBC tăng 8,0% svck chủ yếu nhờ 1) Doanh thu trang trại & thực phẩm tăng 7,8% do công ty mở rộng quy mô đàn lợn để tận dụng nhu cầu tiêu thụ thịt cao hơn, và 2) doanh thu dầu thực vật tăng 53,9% svck do DBC đưa nhà máy giai đoạn 2 vào hoạt động. Do đó, lợi nhuận ròng của công ty dự kiến sẽ tăng 15,1% svck lên 1.035 tỷ đồng trong năm 2023.

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	10.813	11.575	12.503
Giá vốn hàng bán	(8.960)	(9.683)	(10.432)
Chi phí quản lý DN	(405)	(434)	(468)
Chi phí bán hàng	(344)	(370)	(400)
LN hoạt động thuần	1.103	1.088	1.202
EBITDA thuần	1.595	1.604	1.757
Chi phí khấu hao	(492)	(516)	(555)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	1.103	1.088	1.202
Thu nhập lãi	27	24	26
Chi phí tài chính	(199)	(125)	(91)
Thu nhập ròng khác	46	10	11
TN từ các Cty LK & LD	3	1	1
LN trước thuế	980	998	1.149
Thuế	(150)	(99)	(114)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	830	899	1.035
Thu nhập trên vốn	830	899	1.035
Cổ tức phổ thông	(230)	(115)	(115)
LN giữ lại	599	784	920

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	200	326	378
Đầu tư ngắn hạn	577	618	667
Các khoản phải thu ngắn hạn	547	639	691
Hàng tồn kho	4.202	3.530	4.251
Các tài sản ngắn hạn khác	89	338	365
Tổng tài sản ngắn hạn	5.615	5.452	6.352
Tài sản cố định	5.051	5.073	5.063
Tổng đầu tư	105	113	122
Tài sản dài hạn khác	54	84	91
Tổng tài sản	10.825	10.722	11.628
Vay & nợ ngắn hạn	2.599	1.573	1.300
Phải trả người bán	1.392	1.491	1.610
Nợ ngắn hạn khác	1.132	1.143	1.234
Tổng nợ ngắn hạn	5.124	4.207	4.145
Vay & nợ dài hạn	687	579	625
Các khoản phải trả khác	318	858	748
Vốn điều lệ và	1.152	1.152	1.152
LN giữ lại	606	1.336	2.194
Vốn chủ sở hữu	4.696	5.079	6.111
Lợi ích cổ đông thiểu số			
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	10.825	10.722	11.628

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
LN trước thuế	980	998	1.149
Khấu hao	492	516	555
Thuế đã nộp	(201)	(99)	(114)
Các khoản điều chỉnh khác	174	90	53
Thay đổi VLĐ	(802)	511	(634)
LC tiền thuần HKKD	643	2.017	1.009
Đầu tư TSCĐ	(319)	(564)	(552)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	4	0	0
Các khoản khác	(54)	(48)	(59)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	29	(30)	(5)
LC tiền từ HĐĐT	(340)	(641)	(615)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	7	(1.135)	(227)
Dòng tiền từ HĐTC khác	(121)	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(220)	(115)	(115)
LC tiền thuần HĐTC	(335)	(1.250)	(342)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	233	200	326
LC tiền thuần trong năm	(32)	126	52
Tiền & tương đương tiền cuối kì	200	326	378

Các chỉ số cơ bản

	12-21A	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	7,7%	7,8%	8,3%
Vòng quay TS	1,03	1,07	1,12
ROAA	7,9%	8,3%	9,3%
Đòn bẩy tài chính	2,35	2,20	2,00
ROAE	18,6%	18,4%	18,5%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	9,5	9,5	9,5
Số ngày nắm giữ HTK	171,2	133,1	148,7
Số ngày phải trả tiền bán	56,7	56,2	56,3
Vòng quay TSCĐ	2,10	2,29	2,47
ROIC	10,4%	12,4%	12,9%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,1	1,3	1,5
Khả năng thanh toán nhanh	0,3	0,5	0,5
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,2	0,2	0,3
Vòng quay tiền	124,0	86,4	101,9
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	7,9%	7,0%	8,0%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	(40,0%)	(1,4%)	10,5%
Tăng trưởng LN ròng	(40,8%)	8,4%	15,1%
Tăng trưởng EPS	(47,3%)	3,5%	15,1%

Nguồn: VND RESEARCH

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>