

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

Giá thị trường VND59.400	Giá mục tiêu VND70.000	Tỷ suất cổ tức 2,6%	Khuyến nghị KHẢ QUAN	Ngành Hàng tiêu dùng
------------------------------------	----------------------------------	-------------------------------	--------------------------------	--------------------------------

Ngày 08/04/2021

Triển vọng ngắn hạn:	Tích cực
Triển vọng dài hạn:	Tích cực
Định giá:	Tích cực

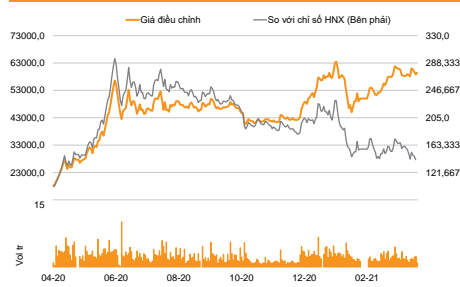
Consensus*: Mua:3 Giữ:0 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: -0,6%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Nâng dự phóng EPS 2021-2022 lên 8,9%-7,9%

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	63.500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	18.600
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	130.502tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	6.160
Free float (%)	62
P/E trượt (x)	4,15
P/B hiện tại (x)	1,48

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

Vững bước sau đỉnh cao

- Chúng tôi cho rằng việc giá thịt lợn duy trì ở mức cao và nhu cầu thức ăn chăn nuôi phục hồi sẽ là động lực tăng trưởng DT giai đoạn 2021-2022.
- Nâng khuyến nghị lên Khả quan và giá mục tiêu lên 70.000 đồng/cp nhờ triển vọng dài hạn đến từ việc mở rộng công suất trong mảng lợn thịt.

Liệu năm 2020 chỉ là phút lóe sáng nhất thời?

Trong năm 2020, DBC ghi nhận DT đạt 10.022 tỷ đồng (+39,4% svck) và LN ròng đạt 1.400 tỷ đồng (+359,1% svck) chủ yếu nhờ giá lợn hơi tăng đột biến do dịch tả lợn Châu Phi - ASF (+64,2% svck). Chúng tôi kỳ vọng vắc-xin ASF sẽ được triển khai vào Q3/21, tuy nhiên giá thịt lợn sẽ không giảm ngay sau đó vì chi phí chăn nuôi vẫn ở mức cao trong giai đoạn 2021-22 khi giá nguyên liệu thức ăn chăn nuôi tăng vọt gần đây. Chúng tôi dự báo LN ròng 2021-22 vẫn sẽ duy trì ở mức tích cực so với trước năm 2019 do 1) giá thịt lợn vẫn cao hơn 31,6% so với trước dịch ASF (dù sẽ giảm lần lượt 13,3% và 8,0% svck) và 2) nhu cầu thức ăn chăn nuôi hồi phục do hoạt động tái đàn của nông dân.

Những câu chuyện khác của DBC ngoài giá thịt lợn tăng

Trong giai đoạn 2021-22, ngoài các mảng doanh thu liên quan đến thịt lợn, DBC sẽ ghi nhận DT từ 2 dự án BĐS là Lotus Center và Huyện Quang tại Bắc Ninh với giá trị lần lượt là 845 tỷ và 802 tỷ đồng. Bên cạnh đó, nhà máy ép dầu đã hoạt động hết công suất thiết kế của GD 1 và GD 2 sẽ đi vào hoạt động trong Q4/2022 với công suất gấp đôi GD 1 cùng tổng mức đầu tư 650 tỷ đồng. Chúng tôi ước tính các mảng trên sẽ đóng góp khoảng 10,2%/10,9% vào LNG giai đoạn 2021-22 và giúp bù đắp LN khi diễn biến giá thịt lợn không như kỳ vọng. Hơn nữa, LNR tăng mạnh trong năm 2020 đã giúp DBC giảm 1.000 tỷ đồng nợ vay, từ đó chi phí lãi vay sẽ giảm 30,5% svck/10,3% svck trong 2021-22.

KQKD 2020 ấn tượng đã phản ánh hết vào định giá của DBC?

Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của DBC sẽ giảm lần lượt 24%/15,8% svck trong 2021-22 do giá bán thịt lợn giảm 13,3%/8% svck nhưng vẫn cao hơn 250,1%/194,7% so với 2019. DBC có vẻ đã qua giai đoạn "rục rờ nhất" nhưng chúng tôi cho rằng mức P/E và P/B 2021 lần lượt 7,0x/1,4x là mức định giá hấp dẫn đối với một trong những doanh nghiệp 3F lớn nhất Việt Nam.

Nâng khuyến nghị lên Khả quan với giá mục tiêu 70.000 đồng/cp

Chúng tôi nâng giá mục tiêu lên 70.000 đồng do điều chỉnh nâng dự phóng EPS 8,9%-7,9% trong giai đoạn 2021-22 và nâng P/E mục tiêu lên 7,0x (dự phóng trước đó là 5,5x). Tiềm năng tăng giá bao gồm giá thịt lợn cao hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá bao gồm giá thịt lợn giảm nhanh hơn dự kiến và giá đầu vào thức ăn chăn nuôi cao hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-19A	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần (tỷ)	7.187	10.022	11.538	12.279
Tăng trưởng DT thuần	7,7%	39,4%	15,1%	6,4%
Biên lợi nhuận gộp	16,3%	25,5%	20,8%	18,8%
Biên EBITDA	9,1%	23,2%	16,2%	14,0%
LN ròng (tỷ)	304	1.399	1.064	896
Tăng trưởng LN ròng	(15,6%)	360,5%	(24,0%)	(15,8%)
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	3.505	14.327	10.182	8.570
EPS điều chỉnh	3.295	14.157	9.571	8.056
BVPS	33.311	40.257	54.706	62.588
ROAE	10,5%	38,7%	21,4%	14,6%

Nguồn: VND RESEARCH

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi đánh giá cao mô hình kinh doanh 3F (Feed-farm-food) đã giúp các sản phẩm của DBC đáp ứng được nhu cầu về thịt sạch ngày càng tăng tại Việt Nam. Ngoài ra, việc áp dụng mô hình kinh doanh 3F cũng giúp doanh nghiệp giảm bớt được những thiệt hại do các dịch bệnh gây ra, cụ thể là dịch tả lợn Châu Phi.

Cổ phiếu DBC đang giao dịch ở mức P/E là 4,5x, thấp hơn nhiều so với các doanh nghiệp cùng ngành như MML với P/E 71,1x, CP Thái Lan với P/E là 9,2x và CP Indonesia với P/E là 34,6x. Do đó, chúng tôi tin rằng giá hiện tại của DBC đang hấp dẫn so với vị thế và tiềm năng của doanh nghiệp. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị Khả Quan cho DBC do 1) DBC có tiềm năng tăng trưởng dài hạn nhờ mở rộng công suất phân khúc thịt lợn, thâm nhập sâu hơn vào mảng đầu thực vật với nhà máy giai đoạn 2 bắt đầu hoạt động từ Q4/2022 và đầu tư vào các dự án BDS tại Bắc Ninh, và 2) DBC tiếp tục hưởng lợi từ giá lợn hơi cao trong hai năm tới (lần lượt cao hơn 31,6% và 21,5% so với mức trước dịch ASF).

Chúng tôi nâng khuyến nghị lên Khả Quan với giá mục tiêu là 70.000 đồng/cp. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên tỷ trọng tương đương giữa phương pháp định giá DCF và P/E mục tiêu là 7,0x nhằm phản ánh tốt hơn theo biến động của thị trường hiện tại.

Tiềm năng tăng giá bao gồm giá thịt lợn cao hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá bao gồm giá thịt lợn giảm nhanh hơn dự kiến và giá đầu vào mảng thức ăn chăn nuôi tăng nhanh hơn dự kiến.

Hình 1: Tổng hợp định giá

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	73.588	50%	36.794
P/E	66.827	50%	33.414
Giá mục tiêu 2021 (làm tròn)			70.000

Nguồn: VNDIRECT

Hình 2: Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF)

Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	6.960
Giá trị hiện tại của dòng tiền ở cuối kỳ (tỷ đồng)	3.310
Giá trị doanh nghiệp (Tỷ đồng)	10.270
Nợ ròng (tỷ đồng)	(2.561)
Giá trị vốn đầu tư (Tỷ đồng)	7.709
Số cổ phiếu lưu hành trong kỳ (Triệu CP)	105
Giá trị vốn trên mỗi cổ phiếu (Đồng)	73.588
WACC	12,9%
Chi phí vốn	14,2%
Tăng trưởng dài hạn	1,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Mô hình định giá dòng tiền chiết khấu

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EBIT	1.553	1.182	995	1.214	1.325	1.408	1.506	1.609	1.705	1.804	1.919
Khấu hao	466	473	529	581	625	669	713	758	803	849	896
Đầu tư tài sản cố định	(569)	(886)	(986)	(552)	(565)	(579)	(594)	(609)	(625)	(642)	(643)
Thay đổi vốn lưu động	(76)	(611)	(149)	(204)	(160)	(170)	(180)	(191)	(202)	(214)	(227)
Dòng tiền tự do	1.375	159	390	1.039	1.225	1.329	1.446	1.568	1.681	1.797	1.944
Chi phí thuế	(154)	(118)	(100)	(121)	(132)	(141)	(151)	(161)	(171)	(180)	(192)
Dòng tiền tự do doanh nghiệp	1.221	41	290	917	1.092	1.188	1.295	1.407	1.511	1.616	1.753
Giá trị năm cuối mô hình											10.951
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	1.221	41	257	720	759	731	706	679	646	612	588
Giá trị hiện tại của giá trị năm cuối mô hình											3.310

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Định giá theo phương pháp so sánh (P/E)

Lợi nhuận sau thuế để tính EPS năm 2021 (tỷ đồng)	1.000
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	105
EPS pha loãng 2021 (đồng)	9.547
Hệ số P/E mục tiêu (lần)	7,0
Định giá 2021 (đồng/cp)	66.827

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: So sánh doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu ngày 06/04/2021)

Dairy producer	Bloomberg code	Recom.	Target price (VND)	Market cap (US\$m)	3-year EPS CAGR (%)	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)	
						FY20F	FY21F	FY22F	FY21F	FY22F	FY21F	FY22F	FY21F
Masan Meatlife Corporation	MML VN	KKN	N/a	819	N/a	36.0	23.9	3.1	2.8	9.4	12.8	3.1	4.7
Thai Union Group Pcl	TU TB	KKN	N/a	2,152	15.4	11.3	11.0	1.3	1.2	11.6	11.5	4.1	4.1
Charoen Pokphand Indonesi Pt	CPIN IJ	KKN	N/a	7,992	25.7	29.8	25.1	4.6	4.1	15.2	16.0	12.3	13.5
Charoen Pokphand Foods	CPF TB	KKN	N/a	7,779	54.4	10.8	10.7	1.2	1.2	11.5	11.1	3.8	3.8
Average					31.8	22.0	17.7	2.6	2.3	11.9	12.8	5.8	6.5
Median					25.7	20.5	17.4	2.2	2.0	11.6	12.1	4.0	4.4
Dabaco Group	DBC VN	ADD	70,000	267	142.6%	7.3	8.7	1.4	1.2	21.4	14.6	9.6	7.1

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

VỮNG BƯỚC SAU ĐÌNH CAO

Lợi nhuận ròng năm 2020 tăng trưởng tích cực nhờ giá thịt lợn tăng cao

Hình 6: So sánh kết quả kinh doanh

Tỷ đồng				% sv dự				Chú thích
	Q4/20	Q4/19	% svck	2020	2019	% svck	báo 2020	
Doanh thu	2,867	2,085	37.5%	10,022	7,187	39.4%	110.1%	
Thức ăn chăn nuôi	928	707	31.3%	3,338	3,090	8.0%	109.7%	Trong năm 2020, doanh thu mảng thức ăn chăn nuôi tăng 8,0% svck nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 6,0% svck và giá bán thức ăn gia súc tăng 2,5% svck do hoạt động tái đàn của người dân bắt đầu hồi phục trong nửa cuối năm trong khi giá thức ăn gia cầm và thủy sản gần như đi ngang. Ban lãnh đạo DBC cho biết, sản lượng tiêu thức ăn chăn nuôi trong năm 2020 chỉ tăng nhẹ do nhu cầu về thức ăn chăn nuôi trong 6T20 không cao trong bối cảnh dịch tả lợn Châu Phi chưa được kiểm soát.
Chăn nuôi và thực phẩm	1,324	1,110	19.3%	4,562	2,926	55.9%	103.1%	Giá bán lợn giống và lợn thịt bình quân tăng lần lượt 68% svck và 55% svck trong năm 2020 do dịch tả lợn Châu Phi gây ra tình trạng thiếu thịt lợn trong nước. Trong khi đó, sản lượng tiêu thụ lợn thịt và gà giống cũng lần lượt tăng 7,1% svck và 78% svck, thúc đẩy doanh thu mảng chăn nuôi và thực phẩm tăng 55,9% svck trong năm 2020.
Khác	615	268	129.5%	2,122	1,171	81.2%	129.8%	Doanh thu các mảng khác tăng 81,2% svck trong năm 2020 chủ yếu nhờ mức tăng 347% svck trong doanh thu mảng dầu thực vật với thương hiệu "Dầu đậu nành COBA". Nhà máy dầu thực vật hiện đã đạt 90% công suất thiết kế và đóng góp 4% vào LN ròng của DBC trong năm 2020 chỉ sau một năm đi vào hoạt động .
Lợi nhuận gộp	589	489	20.4%	2,558	1,174	117.9%	113.5%	
Biên LN gộp	20.5%	23.5%	-2.9đ %	25.5%	16.3%	9.2đ %	0.8đ %	Biên LN gộp tăng 9,2 điểm % svck trong năm 2020 chủ yếu nhờ giá bán thịt lợn trung bình tăng 55% svck lên 73.800 đồng.
Chi phí BH và QLDN	213	154	38.5%	720	561	28.3%	90.8%	
% chi phí BH và QLDN/DT	7.4%	7.4%	0.1đ %	7.2%	7.8%	-0.6đ %	-1.5đ %	
EBIT	376	335	12.2%	1,838	613	199.8%	125.9%	
Biên EBIT	13.1%	16.1%	-3.0đ %	18.3%	8.5%	9.8đ %	2.3đ %	
LN trước thuế	323	271	19.2%	1,553	345	350.1%	113.8%	
Biên LN trước thuế	11.3%	13.0%	-1.7đ %	15.5%	4.8%	10.7đ %	0.5đ %	
Chi phí thuế	60	13	359.6%	154	40	284.2%	102.5%	
Thuế suất	2.1%	4.8%	-2.7đ %	9.9%	11.6%	-1.7đ %	8.2đ %	Thuế suất TNDN trong mảng thức ăn chăn nuôi là 15%, mảng chăn nuôi và thực phẩm là 5% và các mảng khác là 20%. Trong năm 2020, hầu hết lợi nhuận đến từ mảng chăn nuôi và thực phẩm, dẫn đến thuế suất TNDN thấp hơn. Hiện tại, hầu hết các công ty con trong lĩnh vực này của DBC và nhà máy dầu thực vật đang trong giai đoạn ưu đãi thuế.
Lợi nhuận ròng	263	258	2.1%	1,400	305	359.1%	115.3%	
Biên LN ròng	9.2%	12.4%	-3.2đ %	14.0%	4.2%	9.7đ %	0.6đ %	
EPS pha loãng (đồng)	2,515	2,834	-11.3%	13,366	3,349	299.1%	128.0%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

KQKD 2020 ấn tượng

Trong năm 2020, DBC ghi nhận doanh thu đạt 10.022 tỷ đồng (+39,4% svck) chủ yếu nhờ mảng chăn nuôi và thực phẩm tăng 55,9% svck. Kết quả này có được là nhờ giá bán thịt lợn trung bình (ASP) tăng 55% svck lên 73.800 đồng do ảnh hưởng từ dịch tả Châu Phi (ASF) bùng phát và sản lượng lợn thịt tăng 7,1% svck. Trong khi đó, doanh thu thức ăn chăn nuôi tăng 8% svck nhờ sản lượng bán thức ăn chăn nuôi tăng 6% svck và giá thức ăn chăn nuôi gia súc tăng 2,5% svck sau khi hoạt động tái đàn bắt đầu hồi phục từ nửa cuối năm 2020. Ngoài ra, nhà máy dầu thực vật mới đã đạt 90% công suất thiết kế sau hơn một năm hoạt động, đóng góp khoảng 778 tỷ đồng vào tổng doanh thu của DBC (gấp 4,5 lần so với đóng góp năm 2019).

Trong 2020, biên LNG tăng 9,2 điểm % svck lên 25,5% do 1) giá bán cao hơn, trong đó giá bán lợn giống trung bình tăng 68% svck và giá bán lợn thịt trung bình tăng 55% svck và 2) giá nguyên liệu đầu vào của mảng thức ăn chăn nuôi tăng cao hơn. Ngoài ra, thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN) giảm 1,7 điểm % từ mức 11,6% trong 2019 do hầu hết lợi nhuận của DBC đến từ mảng chăn nuôi và thực phẩm và lĩnh vực kinh doanh này đang được hưởng mức thuế ưu đãi 5%. Do đó LN ròng năm 2020 tăng 359,1% svck lên 1.400 tỷ đồng.

Triển vọng giai đoạn 2021-2022: Tận dụng giai đoạn thị trường thuận lợi

Thức ăn chăn nuôi: Đối mặt với giá nguyên liệu tăng do thiếu hụt nguồn cung toàn cầu

Theo quan điểm của chúng tôi, sự phát triển của ngành công nghiệp thịt lợn Việt Nam sẽ là động lực chính của ngành thức ăn chăn nuôi trong nước trong năm 2021. Mặc dù giá lợn hơi dự kiến sẽ giảm 19,9% trong năm 2021, đây vẫn là một mức giá tương đối cao so với mức trước dịch ASF. Do đó, nông dân sẽ có động lực tái đàn và mở rộng quy mô đàn lợn. Ngoài ra, năm 2021, cục Chăn nuôi đặt mục tiêu tăng giá trị sản xuất chăn nuôi bình quân trong khoảng 5-6%, trong đó thịt lợn đạt khoảng 3,67 triệu tấn (+6,1% svck) và thịt gia cầm đạt khoảng 1,5tr tấn (+5,8% svck). Chúng tôi cho rằng sự gia tăng của hoạt động chăn nuôi trong thời gian tới sẽ thúc đẩy nhu cầu thức ăn chăn nuôi trong nước. Với vị thế là nhà sản xuất thức ăn chăn nuôi hàng đầu ở khu vực miền Bắc và miền Trung, DBC có thể tận dụng xu hướng này. Do đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng thức ăn chăn nuôi trong năm 2021 sẽ tăng 8,2% svck nhờ sản lượng bán tăng 5% svck và giá thức ăn chăn nuôi trung bình tăng 3% svck.

Bên cạnh đó, DBC cũng phải đối mặt với thách thức do giá nguyên liệu tăng, được dự báo sẽ duy trì ở mức cao cho đến năm 2021. Kể từ tháng 8 năm 2020, giá nguyên liệu đầu vào đã tăng mạnh, với giá ngô tăng 45% svck và đậu tương tăng 50% svck. Chúng tôi tin rằng nguyên nhân chính khiến giá nguyên liệu đầu vào tăng mạnh là do sự gia tăng đột ngột nhu cầu thức ăn chăn nuôi từ Trung Quốc khi quy mô đàn lợn của họ phục hồi sau dịch ASF, cũng như các nước Nam Mỹ (nguồn cung cấp nguyên liệu đầu vào như ngô, đậu nành) đã giảm sản lượng xuất khẩu do điều kiện thời tiết xấu. Do vậy, biên LNG mảng thức ăn chăn nuôi được dự báo sẽ giảm 1,4 điểm % do giá nguyên liệu đầu vào cao hơn, trong khi DBC không thể chuyển hoàn toàn chi phí tăng giá đầu vào cho khách hàng vì công ty đang cố gắng cạnh tranh thị phần với các nhà đầu tư nước ngoài (nhà đầu tư nước ngoài hiện chiếm 65% thị phần).

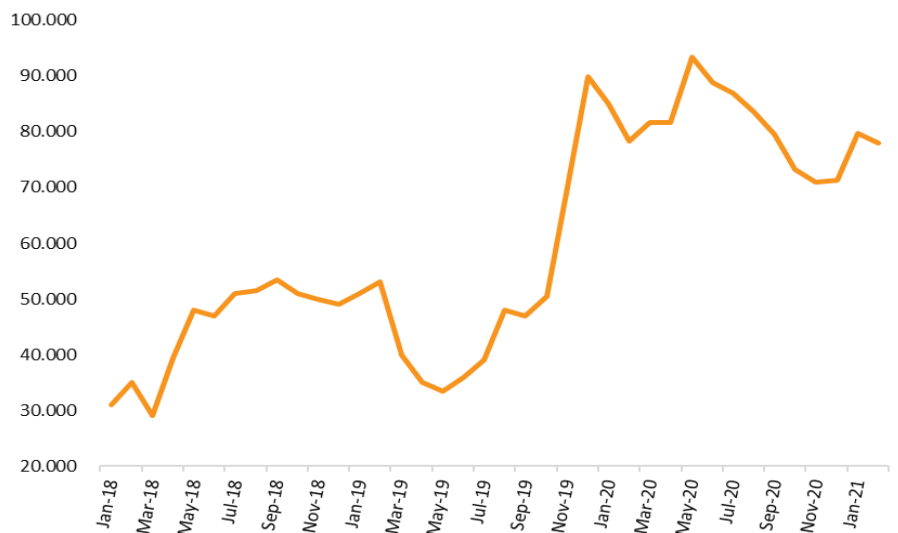
Mảng chăn nuôi và thực phẩm: Mở rộng công suất, tăng quy mô đàn lợn

Năm 2021, DBC dự kiến mở rộng quy mô đàn lợn với 3 dự án chính 1) Tổ hợp chăn nuôi lợn giống và lợn thương phẩm tại Bình Phước với quy mô 5.300 lợn bố mẹ, 2) Tổ hợp chăn nuôi tại Hoà Bình với 4.400 lợn bố mẹ và 3) dự án chăn nuôi tại Thanh Hoá với quy mô 5.600 lợn bố mẹ. Các dự án này dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong Q3-Q4/2022 và sẽ giúp công ty tăng công suất lợn giống, lợn nái và lợn thịt. Chúng tôi ước tính vào năm 2022, DBC sẽ đạt được tổng quy mô 285.000 con lợn thịt, 20.200 con lợn nái và 247.000 con lợn cai sữa. Chúng tôi cho rằng, các dự án mới sẽ giúp DBC đáp ứng được nhu cầu về thịt sạch

ngày càng tăng tại Việt Nam khi tổng thu nhập, kiến thức dinh dưỡng và nhận thức về sức khỏe của người dân tăng lên. Thịt lợn DBC được người tiêu dùng đánh giá cao nhờ chất lượng cao và giá cả hợp lý được hỗ trợ bởi mô hình 3F hoàn chỉnh, chúng tôi dự kiến công ty có thể tăng thị phần từ 1,0-2,0% điểm đến 4,0% trong năm 2020.

Mặt khác, chúng tôi hy vọng quy mô đàn lợn sẽ phục hồi từ năm 2021 nhờ các hoạt động tái đàn của nông dân và thông tin tích cực về vắc-xin ASF dự kiến sẽ được sản xuất và phân phối thương mại từ Q3/2021. Theo thống kê của Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn, quy mô đàn lợn nái của Việt Nam đã tăng lên 3 triệu con, nâng tổng đàn lợn của cả nước lên hơn 26 triệu con vào cuối năm 2020, tương đương 85,0% của mức trước dịch ASF. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá thịt lợn hơi năm 2021 sẽ được bình ổn ở mức giá thấp hơn 19,9% so với thời điểm dịch ASF, dẫn đến giá bán của DBC cũng sẽ giảm 13,3% svck. Do đó doanh thu mảng chăn nuôi lợn được dự báo sẽ tăng nhẹ 7,3% svck nhờ sản lượng bán tăng 20,0% svck và giá bán thịt lợn giảm 13,3% svck. Trong khi đó, biên LNG mảng chăn nuôi lợn giảm 9,1% điểm trong do biên LNG mảng lợn thịt giảm 10,3 điểm % khi giá bán giảm.

Hình 7: Giá thịt lợn hơi từ T1/2018 đến T2/2020 (đồng/kg)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Mảng kinh doanh khác: Dự án BĐS góp sức cho LN ròng trong năm 2021

Dự án Lotus Center của DBC được triển khai trong T4/2019 với tổng mức đầu tư 545 tỷ đồng với quy mô 288 căn hộ và 19 căn shophouse, dự kiến bàn giao vào T5/2021. Theo ban lãnh đạo, dự án hiện đang trong giai đoạn hoàn thiện và sẽ mang lại khoản doanh thu 845 tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng dự án này sẽ đóng góp hơn 100 tỷ đồng vào LN ròng của DBC (chiếm khoảng 10% LN ròng).

Ngoài ra, công ty có kế hoạch đầu tư nhà máy dầu thực vật giai đoạn 2 với tổng mức đầu tư 650-700 tỷ đồng do giai đoạn 1 đã chạy 90,0% công suất thiết kế. Nhà máy mới với công suất lớn gấp 2 lần giai đoạn 1 sẽ giúp DBC thu được 260.000 tấn khô đậu và vỏ đậu, 31.000 tấn dầu nành thô và 15.500 tấn đậu nành đóng chai sau khi khánh thành vào Q4/2022. Hiện tại, thương hiệu dầu "COBA" của DBC đã hiện diện tại 63 tỉnh thành, nhưng vẫn chưa phổ biến ở các tỉnh phía Nam (theo DBC). Chúng tôi cho rằng dự án nhà máy dầu mới sẽ giúp công ty thâm nhập sâu hơn vào hoạt động kinh doanh dầu thực vật và giành được nhiều thị phần hơn từ khu vực phía Nam. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu dầu thực vật sẽ tăng trưởng lần lượt 6,5% svck/2% svck trong giai đoạn 2021-22. Do nhà máy dầu giai đoạn 2 hoạt động cuối năm 2022, chúng tôi dự báo doanh số bán dầu sẽ tăng trưởng mạnh hơn từ năm 2023.

LN ròng 2021-22 sẽ giảm khi giá lợn được bình ổn

Trong 2021, doanh thu của DBC ước tính tăng 15,1% svck nhờ 1) mức tăng 8,2% svck trong mảng thức ăn chăn nuôi khi nhu cầu về thức ăn gia súc tăng, 2) doanh thu mảng Thực phẩm và chăn nuôi tăng 15,1% svck nhờ các hoạt động tái đàn của nông dân và vắc-xin được sản xuất rộng rãi. Chúng tôi kỳ vọng mảng Thực phẩm và chăn nuôi sẽ đóng góp 37% vào doanh thu của DBC trong năm 2021 với biên LNG giảm 9,1 điểm % do giá bán thịt lợn thấp hơn. Trong khi đó, biên LNG của phân khúc thức ăn chăn nuôi dự kiến sẽ giảm 1,4% điểm vì giá thức ăn cao hơn có thể sẽ bị cản trở bởi sự gia tăng giá nguyên liệu do thiếu nguồn cung. Nhìn chung, chúng tôi dự báo biên LN gộp tổng hợp của DBC sẽ giảm 4,7 điểm % trong 2021 còn 20,8%. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ chi phí bán hàng và QLDN/Doanh thu trong 2021 sẽ tăng 2% do chi phí nhân công tăng khi nhà máy thức ăn thủy sản Nutreco Hoàn Sơn đi vào hoạt động. Do đó, LN ròng năm 2021 dự kiến sẽ giảm 24% svck còn 1.064 tỷ đồng, cao hơn 28,7% so với kế hoạch 2021 của công ty.

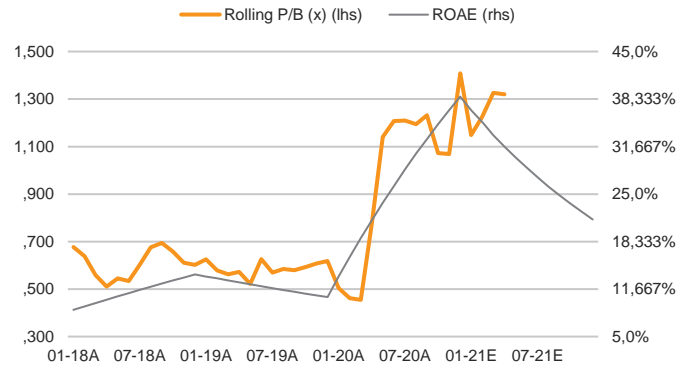
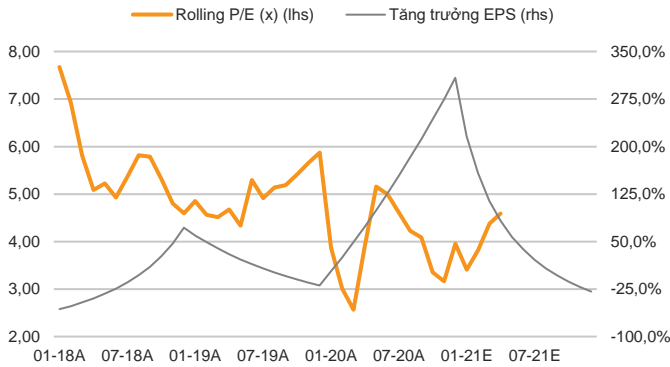
Đối với năm 2022, chúng tôi dự báo doanh thu của DBC sẽ tăng 6,4% svck nhờ doanh thu mảng Thực phẩm và chăn nuôi tăng 9,8% khi công ty đã mở rộng quy mô đàn lợn thịt từ năm 2021 để tận dụng xu hướng giá thịt lợn cao (giá thịt lợn năm 2022 vẫn cao hơn 21,4% so với thời kỳ trước dịch ASF). Biên LNG của DBC được dự phóng sẽ giảm 2 điểm % trong năm 2022 từ mức 20,8% trong 2021 do 1) đóng góp từ mảng chăn nuôi lợn cao hơn (lên mức 37,7% trong 2022 từ mức 37% trong 2021), và 2) biên LNG mảng chăn nuôi lợn giảm 5,9 điểm % khi giá thịt lợn giảm 8,0% svck). Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng LN ròng của DBC sẽ giảm 15,8% svck còn 896 tỷ đồng trong 2022 nhưng vẫn cao hơn 194,7% so với năm 2019.

Hình 8: Dự phóng KQKD của DBC giai đoạn 2021-22

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022
Doanh thu thuần	7.187	10.022	11.538	12.279
% svck	7,7%	39,4%	15,1%	6,4%
<i>Thức ăn chăn nuôi</i>	-8,2%	8,0%	8,2%	4,0%
<i>Chăn nuôi và thực phẩm</i>	36,4%	55,9%	15,1%	9,8%
<i>Dầu thực vật</i>	n/a	347,1%	6,5%	2,0%
<i>Khác</i>	6,0%	35,0%	37,6%	3,4%
LN gộp	1.174	2.558	2.401	2.304
Biên LN gộp	16,3%	25,5%	20,8%	18,8%
Chi phí bán hàng và QLDN	(561)	(720)	(1.061)	(1.191)
% chi phí BH&QLDN/DT	7,8%	7,2%	9,2%	9,7%
EBIT	613	1.838	1.340	1.113
Biên EBIT	8,5%	18,3%	11,6%	9,1%
% svck	13,7%	199,9%	-27,1%	-16,9%
LN ròng	304	1.399	1.064	896
Biên LN ròng	4,2%	14,0%	9,2%	7,3%
% svck	-15,6%	360,5%	-24,0%	-15,8%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷVND)	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần	10.022	11.538	12.279
Giá vốn hàng bán	(7.464)	(9.137)	(9.975)
Chi phí quản lý DN	(380)	(542)	(614)
Chi phí bán hàng	(339)	(519)	(577)
LN hoạt động thuần	1.838	1.340	1.113
EBITDA thuần	2.304	1.813	1.642
Chi phí khấu hao	(466)	(473)	(529)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	1.838	1.340	1.113
Thu nhập lãi	30	60	77
Chi phí tài chính	(320)	(222)	(200)
Thu nhập ròng khác	5	5	5
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	1.553	1.182	995
Thuế	(154)	(118)	(100)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	1.399	1.064	896
Thu nhập trên vốn	1.399	1.064	896
Cổ tức phổ thông	(157)	(157)	(157)
LN giữ lại	1.242	907	738

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-20A	12-21E	12-22E
Tiền và tương đương tiền	233	286	576
Đầu tư ngắn hạn	537	684	728
Các khoản phải thu ngắn hạn	451	580	618
Hàng tồn kho	3.349	4.038	4.298
Các tài sản ngắn hạn khác	97	847	889
Tổng tài sản ngắn hạn	4.667	6.436	7.108
Tài sản cố định	5.234	5.477	5.889
Tổng đầu tư	102	87	87
Tài sản dài hạn khác	97	84	89
Tổng tài sản	10.101	12.083	13.174
Vay & nợ ngắn hạn	2.158	2.146	2.142
Phải trả người bán	1.012	1.165	1.240
Nợ ngắn hạn khác	1.084	1.139	1.212
Tổng nợ ngắn hạn	4.255	4.451	4.594
Vay & nợ dài hạn	1.244	1.385	1.473
Các khoản phải trả khác	396	531	566
Vốn điều lệ và	1.048	1.048	1.048
LN giữ lại	1.243	2.086	2.771
Vốn chủ sở hữu	4.207	5.717	6.541
Lợi ích cổ đông thiểu số			
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	10.101	12.083	13.174

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-20A	12-21E	12-22E
LN trước thuế	1.553	1.182	995
Khấu hao	466	473	529
Thuế đã nộp	(52)	(118)	(100)
Các khoản điều chỉnh khác	272	148	108
Thay đổi VLĐ	(76)	(611)	(149)
LC tiền thuần HKĐK	2.164	1.074	1.384
Đầu tư TSCĐ	(569)	(886)	(986)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	6	2	3
Các khoản khác	(53)	(131)	(44)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	31	13	(4)
LC tiền từ HĐĐT	(584)	(1.002)	(1.031)
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	(1.192)	129	85
Dòng tiền từ HĐTC khác	(124)	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(203)	(157)	(157)
LC tiền thuần HĐTC	(1.518)	(28)	(72)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	165	233	286
LC tiền thuần trong năm	62	44	280
Tiền & tương đương tiền cuối kì	227	277	567

Các chỉ số cơ bản

	12-20A	12-21E	12-22E
Dupont			
Biên LN ròng	14,0%	9,2%	7,3%
Vòng quay TS	1,02	1,04	0,97
ROAA	14,2%	9,6%	7,1%
Đòn bẩy tài chính	2,72	2,24	2,06
ROAE	38,7%	21,4%	14,6%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	7,8	7,7	7,7
Số ngày nắm giữ HTK	164,2	161,3	157,3
Số ngày phải trả tiền bán	49,6	46,6	45,4
Vòng quay TSCĐ	1,95	2,15	2,16
ROIC	18,4%	11,5%	8,8%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,1	1,4	1,5
Khả năng thanh toán nhanh	0,3	0,5	0,6
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,2	0,2	0,3
Vòng quay tiền	122,3	122,5	119,6
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	39,4%	15,1%	6,4%
Tăng trưởng LN từ HKĐK	199,9%	(27,1%)	(16,9%)
Tăng trưởng LN ròng	360,5%	(24,0%)	(15,8%)
Tăng trưởng EPS	308,8%	(28,9%)	(15,8%)

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 Khối 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>