

DBC - MUA

THÔNG TIN CỔ PHIẾU (ngày 23/09/2022)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	27.100
KLGD TB 10 ngày	4.277.500
Vốn hoá (tỷ đồng)	6.376,75
Số lượng CPLH	242.001.859

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Phạm Thu Hương
pthuong@vcbs.com.vn
+84-911355711

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS
www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg Page:
<VCBS><go>

DBC: TRIỂN VỌNG PHỤC HỒI SAU CƠN GIÔNG BÃO

Triển vọng:

- (1) Giá thức ăn chăn nuôi có xu hướng giảm do kì vọng sản lượng ngũ cốc toàn cầu tăng, cùng các chính sách hỗ trợ từ Chính phủ.
- (2) Giá heo hơi dần hồi phục do nhu cầu thịt heo được dự kiến sẽ tăng khi các cơ sở nhà hàng, trường học trở lại và dịp Tết Nguyên Đán đang đến gần.
- (3) Mảng bất động sản đang được triển khai đúng tiến độ, quỹ căn hộ còn lại có thể đem về thêm cho DBC hơn 190 tỷ doanh thu.

Rủi ro:

- (1) Giá nguyên vật liệu để sản xuất thức ăn chăn nuôi được dự báo vẫn tiếp tục tăng trong thời gian tới.
- (2) Điều kiện thời tiết không thuận lợi sẽ làm chậm quá trình thu hoạch ngũ cốc.
- (3) Kế hoạch bình ổn giá thịt heo của nhà nước có thể tạo ra những nhíp điều chỉnh

Khuyến nghị: Chúng tôi ước tính mức giá hợp lý cho cổ phiếu DBC là **35.075 đồng/cổ phiếu** dựa trên phương pháp FCFF. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu DBC

Chỉ tiêu tài chính	2019	2020	2021	2022F
DTT (tỷ đồng)	7.187	10.022	10.813	11.766
+/- yoy (%)		39%	8%	9%
LNST (tỷ đồng)	305	1.400	830	931
+/- yoy (%)		359%	-41%	12%
TS LN gộp (%)	16,2%	25,5%	17,1%	16,1%
ROA – TTM (%)	3,18%	13,86%	7,64%	8,07%
ROE – TTM (%)	10,08%	33,29%	17,70%	16,88%
EPS - TTM (đồng)	3.349	13.366	7.199	8.346

PHÂN TÍCH KẾT QUẢ KINH DOANH

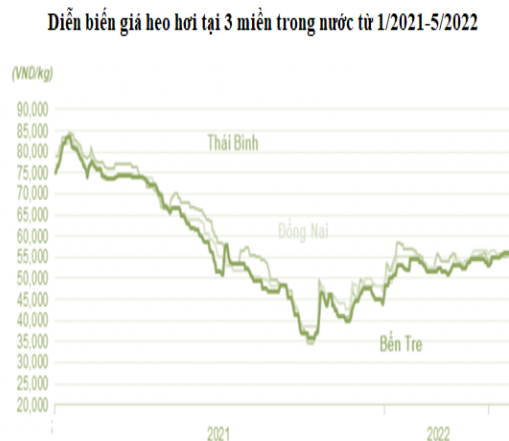
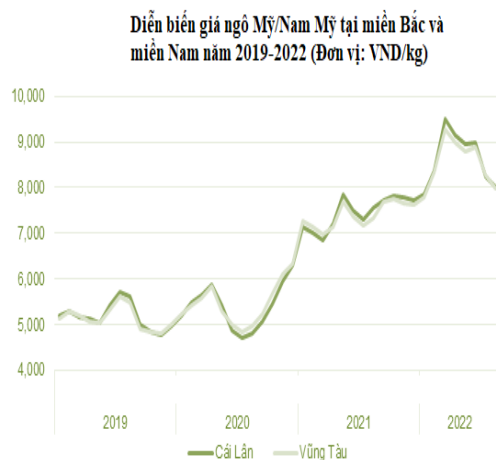
KQKD 6 tháng năm 2022: *Doanh thu, LNST*

Tuy giá vốn bán hàng của DBC tăng nhẹ 5%, xong lợi nhuận trước thuế tăng mạnh 18% so với quý trước.

Đơn vị: Tỷ VND	Q1/2022	Q2/2022	Tăng trưởng
Doanh thu thuần	2.806	2.966	6%
COGS	2.552	2.682	5%
LNTT	25,27	29,83	18%

Trong 6 tháng đầu năm, mảng bất động sản không đóng góp nhiều trong cơ cấu lợi nhuận của tập đoàn.

Doanh thu mảng nông nghiệp của DBC tăng 10% yoy, tuy nhiên do chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng cao, cùng dịch tả lợn Châu Phi kéo dài gây khó khăn cho việc tiêu thụ thịt lợn của doanh nghiệp, khiến lợi nhuận trước thuế mảng nông nghiệp của DBC giảm 16% yoy. Cụ thể, giá ngô (nguyên liệu chính sản xuất thức ăn chăn nuôi) tăng gần 30% tại thời điểm cuối tháng 6/2022 so với cùng kỳ năm trước. Giá cám gạo và lúa mỳ cũng tăng khoảng 17-19% yoy ở thời điểm cuối tháng 6/2022. Tính đến thời điểm cuối tháng 8/2022, giá heo hơi tại 3 miền trong nước đã tăng gấp đôi (quanh mức 62.000-70.000 đồng/kg) từ mức đáy 35.000 đồng/kg ở tháng 10/2021, tuy nhiên mức giá này vẫn thấp so với mức giá đỉnh khoảng 85.000 đồng/kg tại thời điểm đầu năm 2021.



Nguồn: VCBS tổng hợp

Giá khô đậu tương bán tại cảng miền Bắc và miền Nam (Đơn vị: VND/kg)



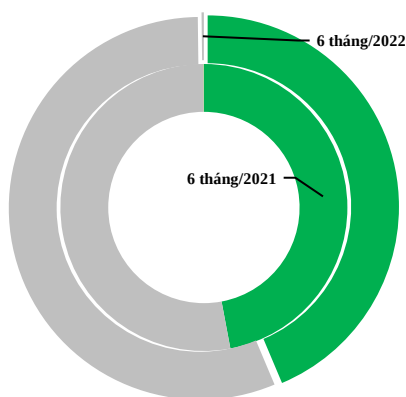
Giá lúa mỳ tại cảng miền Bắc và miền Nam (Đơn vị: VND/kg)



Nguồn: VCBS tổng hợp

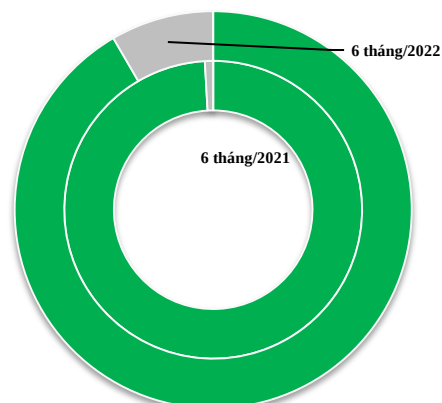
Mảng thương mại, siêu thị, khách sạn, nhà hàng có lợi nhuận tăng gấp 7,5 lần do tình hình dịch bệnh COVID đã được kiểm soát, các nhà hàng, khách sạn, các khu vui chơi thương mại đã được mở cửa trở lại bình thường đáp ứng nhu cầu của người dân kìm nén trong suốt đợt dịch.

Cơ cấu doanh thu DBC 6 tháng đầu năm



- TACN, con giống, thịt và trứng
- Thương mại, siêu thị, khách sạn, nhà hàng

Cơ cấu lợi nhuận sau thuế 6 tháng đầu năm



- TACN, con giống, thịt và trứng
- Thương mại, siêu thị, khách sạn, nhà hàng

Nguồn: VCBS tổng hợp

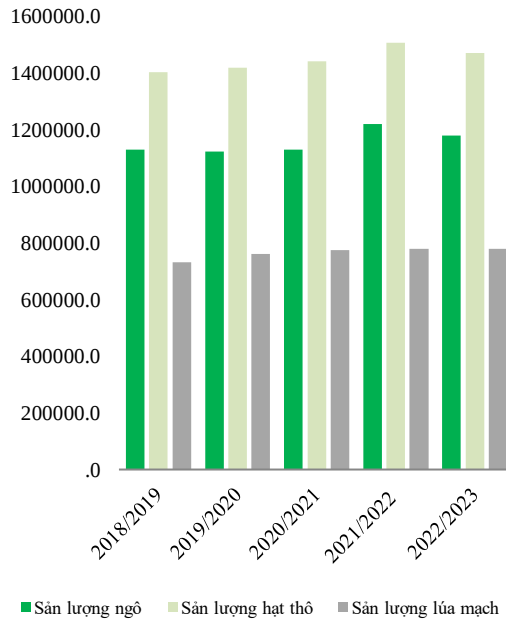
ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Triển vọng

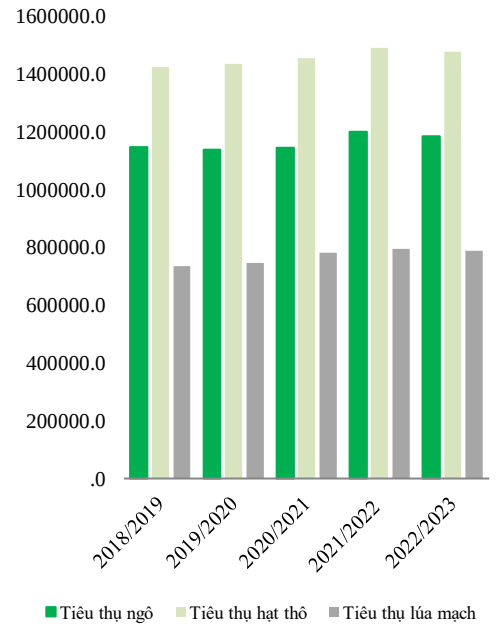
Giá thức ăn chăn nuôi có xu hướng giảm do kì vọng sản lượng ngũ cốc toàn cầu tăng, cùng các chính sách hỗ trợ từ Chính phủ.

Diện tích thu hoạch cho ngũ cốc toàn cầu được OECD dự báo là sẽ tăng thêm 14Mha trong giai đoạn 2020-2030, trong đó có 4% là diện tích trồng ngô. Cùng với sự cải tiến về công nghệ trong phương thức trồng trọt, năng suất mùa vụ của các loại ngũ cốc cũng sẽ tăng từ 9-12%. Theo đó, sản lượng ngô sẽ tăng từ 160 triệu tấn lên 1,3 tỷ tấn (tăng 71% mỗi năm), sản lượng lúa mì tăng từ 87 triệu tấn lên 840 triệu tấn (tăng 87% mỗi năm). Trong khi nhu cầu ngũ cốc toàn cầu ước tính chỉ tăng từ 2,7 tỷ lên 3 tỷ cho đến năm 2030, nhu cầu các loại ngũ cốc dành cho thức ăn chăn nuôi chỉ tăng từ 0,8-1,4% mỗi năm. Chênh lệch cung cầu của nguồn nguyên liệu đầu vào trong dài hạn sẽ đưa giá thức ăn chăn nuôi dần hạ nhiệt.

Sản lượng một số loại ngũ cốc trên thế giới (Đơn vị: Nghìn tấn)

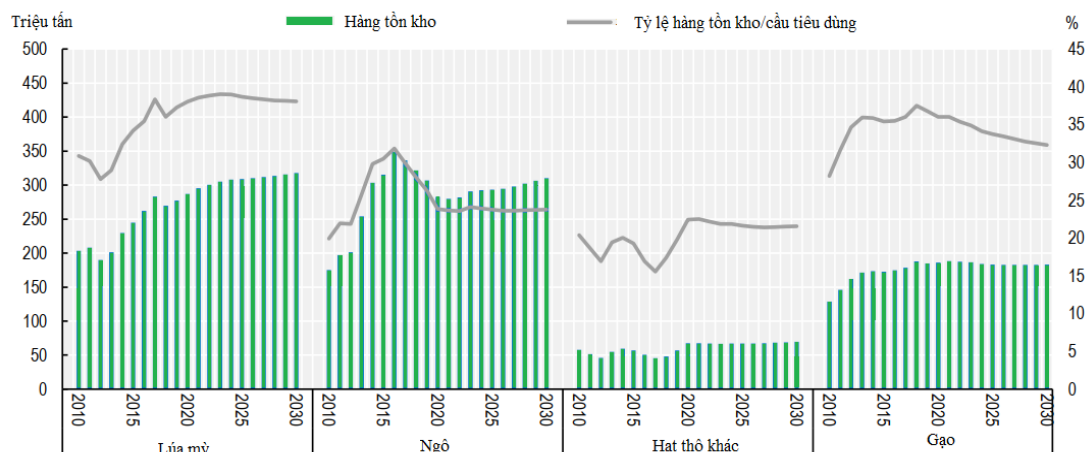


Tiêu thụ một số loại ngũ cốc trên thế giới (Đơn vị: Nghìn tấn)



Nguồn: VCBS tổng hợp

Tồn kho các loại ngũ cốc trên thế giới giảm nhẹ từ 2-3% trong tháng 8 mùa vụ 2022/2023 so với cuối vụ năm trước. Tỷ lệ hàng tồn kho trên cầu tiêu thụ giảm dần trong giai đoạn 2015-2020 từ 80% xuống còn 47%. OECD ước tính tỷ lệ này sẽ tiếp tục giảm nhưng không đáng kể ở mức 44% trong những năm tới, cho thấy nguồn cung sẽ không bị thiếu hụt nặng trong tương lai.



Nguồn: VCBS tổng hợp

Tại thị trường Việt Nam, theo báo cáo từ Tổng cục Hải quan, trong tháng 8 vừa qua, Việt Nam nhập khẩu hơn 573,3 triệu USD thức ăn gia súc và nguyên vật liệu, tăng 15,96% so với cùng kỳ năm 2021. Tuy nhiên khối lượng nhập khẩu không tăng mà chủ yếu do giá hàng hóa tăng cao. Giá hàng hóa tăng cao cũng khiến Việt Nam giảm lượng nhập khẩu để chờ cho giá giảm trở lại, điều này khiến cho trữ lượng hàng tồn kho giảm trong thời gian qua. Cụ thể, với nguồn nguyên liệu chủ đạo của thức ăn chăn nuôi, lượng tồn kho ngô đang giảm dần và dự báo sẽ giảm khoảng 2/3 vào cuối vụ 2021/2022.

Trước tình hình, giá lương thực tăng cao, Bộ NN&PTNT đã nhiều lần kêu gọi doanh nghiệp sản xuất thức ăn gia súc hạ giá thành chăn nuôi. Mới đây, Chính phủ cũng đã ban hành Nghị định số 110 điều chỉnh mức thuế xuất nhập khẩu cho một số mặt hàng. Cụ thể, giảm thuế nhập khẩu lúa mì từ 3% xuống 0%, thuế nhập khẩu ngô từ 5% xuống 2%. Mức thuế mới sẽ góp phần giảm giá thành đầu vào nguyên liệu sản xuất thức ăn chăn nuôi. Mordor Intelligent cũng dự báo ngành thức ăn chăn nuôi Việt Nam sẽ đạt mức tăng trưởng kép hàng năm là 4,6%

Mặt hàng	Tháng 8/2022		Thay đổi theo năm	
	Lượng (tấn)	Trị giá (nghìn USD)	Lượng (%)	Trị giá (%)
Lúa mì	291.445	116.355	↓ 5,9	↑ 24,8
Ngô	713.678	258.911	↑ 49,1	↑ 76,4
Đậu nành	54.078	40.631	↓ 52,1	↓ 41,4

Nguồn: VCBS tổng hợp

Với diễn biến thị trường ngũ cốc như đã cập nhật ở trên, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng thức ăn chăn nuôi của DBC sẽ giảm khoảng -10% yoy vào năm 2022 do sản lượng giảm, cả nước nhập khẩu ít ngũ cốc hơn khi chi phí tăng cao. Tuy nhiên, sau khi giá các loại ngũ cốc dần ổn định trở lại vào năm 2023, doanh thu mảng thức ăn chăn nuôi của công ty sẽ tăng khoảng 6% yoy vào năm 2023.

Các hộ nông dân đang được hỗ trợ để tái đàn trở lại nhưng trong ngắn hạn nguồn cung thịt lợn vẫn còn thiếu.

Theo ghi nhận của Reuters, đàn heo nái của Trung Quốc bắt đầu phục hồi trở lại từ cuối tháng 5, đạt 42,77 triệu con vào cuối tháng 6 (tăng 2% so với đầu tháng, nhưng vẫn giảm 6,3% so với cùng kỳ năm

trước). Nguyên nhân là do người nông dân đang kỳ vọng giá heo sẽ tăng cao khi dịp Tết Nguyên Đán đang đến gần. Theo cục chăn nuôi và thú y của Bộ Nông nghiệp Trung Quốc, sản lượng thịt heo sẽ tăng ổn định trong tháng 7 và 8, với nguồn cung heo hơi lớn được đảm bảo trong nửa cuối năm. Trung Quốc cũng không ghi nhận thêm ca nhiễm ASF nào ở lợn kể từ tháng 4, ngoại trừ khu tự trị Tân Cương. Trung Quốc là nhà sản xuất heo lớn nhất thế giới, nên sự tái đàn ở quốc gia này sẽ đảm bảo nguồn cung heo nái và thịt heo sẽ được đảm bảo trong tương lai.

Tuy nhiên, tại thị trường Việt Nam, hoạt động tái đàn đang bị trì trệ do người nông dân ngại giá đầu vào cao khó có thể kiếm lời. Hiện nay, giá heo giống từ 5-7kg/con có giá tới 3,5 triệu đồng, tình hình dịch ASF vẫn đang hoành hành, thêm vào đó, người nông dân vẫn đang khó khăn với các khoản nợ cũ nên không thể vay thêm từ ngân hàng để tiếp tục tái đàn. Tính đến thời điểm cuối tháng 8, tổng đàn lợn cả nước tăng 6,8% yoy. Dự kiến, trong ngắn hạn nguồn cung thịt heo vẫn bị hạn chế, nhưng có thể sẽ được cải thiện dần trong trung và dài hạn khi chính phủ đang cố gắng bình ổn giá thức ăn chăn nuôi và vaccin ASF đã được nghiên cứu thành công.

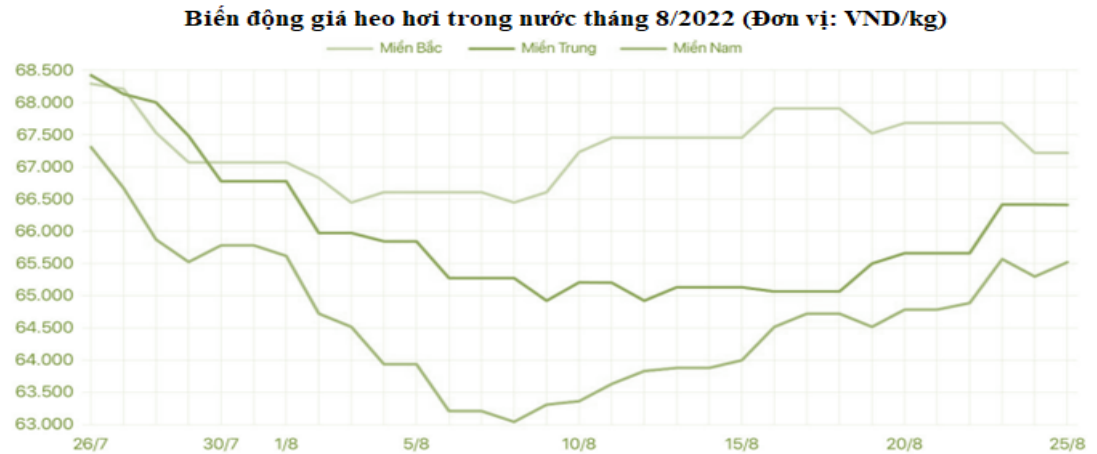
Giá heo hơi dần hồi phục do nhu cầu thịt heo được dự kiến sẽ tăng khi các cơ sở nhà hàng, trường học trở lại và dịp Tết Nguyên Đán đang đến gần.

Giá heo hơi tại thị trường Trung Quốc đang biến động bất thường, sau khi giảm nhẹ ở đầu tháng 8, giá heo hơi bật tăng trở lại tại 78.904 VND/kg (tăng 7,2% so với đầu tháng, gần về mức đỉnh ở đầu tháng 7). Điều này khiến khoảng cách giữa giá heo hơi nội địa Việt Nam và Trung Quốc ngày càng mở rộng, cụ thể giá nội địa thấp hơn giá Trung Quốc từ 5% lên 33% từ tháng 6/2022 đến tháng 8/2022. Vì vậy, các nhà sản xuất chưa muốn bán heo đủ tuổi xuất chuồng mà chờ cho giá tăng thêm để bù đắp chi phí đầu vào vẫn đang tăng cao. Tại thị trường Việt Nam, giá heo hơi trung bình cả nước giảm mạnh vào đầu tháng 8 sau đó phục hồi trở lại vào hồi cuối tháng ở mức 62.000 – 70.000 đồng/kg. Việc heo bị hạn chế xuất chuồng, đồng thời nhu cầu thịt heo tăng cao khi các bếp ăn tập thể trường học đã hoạt động trở lại và dịp Tết Nguyên Đán đang dần đến sẽ khiến giá thịt heo có xu hướng đi lên. Xu hướng giá đi lên được hỗ trợ thêm khi lượng tiêu thụ thịt lợn của Việt Nam được dự báo sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép hằng năm là 3,1% giai đoạn 2021-2030.

Chênh lệch giá heo hơi nội địa và Trung Quốc



Nguồn: VCBS tổng hợp



Nguồn: VCBS tổng hợp

DBC có kế hoạch tăng quy mô đàn heo, là động lực tăng trưởng trong tương lai

DBC có lợi thế trong bối cảnh hiện tại, do là doanh nghiệp tiên phong trong mô hình kinh doanh 3F (Feed – Farm – Food), nên sẽ chủ động hơn các doanh nghiệp khác trong nguồn nguyên liệu đầu vào cho mảng chăn nuôi con giống và sản xuất chế biến thịt. Theo dự báo của chúng tôi, mảng chăn nuôi con giống và cung cấp thịt của DBC sẽ tăng lần lượt khoảng 4% và 14% các năm 2022 và 2023, nhờ vào cả sản lượng và giá thành tăng. Giai đoạn 2020-2025, DBC có kế hoạch mở rộng đàn lợn của mình với 3 dự án khu chăn nuôi ở Bình Phước, Hòa Bình và Thanh Hóa với diện tích từ 44,9 – 52,1 ha, giúp doanh nghiệp mở rộng khoảng 5.300-5.600 con nái và 70.000-77.400 con thương phẩm cho mỗi nhà máy. Giai đoạn 2021-2025, DBC triển khai thêm dự án chăn nuôi ở Phú Thọ với diện tích 42,8 ha, giúp doanh nghiệp cải thiện thêm 1.200 con nái và 10.000 lợn thương phẩm.

Động lực mới từ mảng dầu ăn

Đối với mảng dầu ăn, nhà máy ép dầu giai đoạn 2 của DBC sẽ đi vào hoạt động từ cuối quý 4/2022, chúng tôi giả định hiệu suất sử dụng nhà máy sẽ được tăng thêm khoảng 50%, nâng sản lượng của mảng này lên khoảng 1,18 lần vào cuối năm 2023 so với cùng kỳ năm trước. Ước tính, doanh thu mảng dầu ăn sẽ tăng 40% vào năm 2022, nhờ DBC tối ưu hơn được công suất nhà máy và giá thành phẩm tăng thêm khoảng 12% do giá nguyên liệu chính là đậu tương tăng cao.

Mảng BĐS dự kiến mang lại lợi nhuận khá tốt, song không đều đặn

Hiện DBC đang triển khai dự án chung cư Park View City Huyện Quang với quy mô 458 căn hộ bắt đầu được bàn giao từ quý II/2022. Tọa lạc tại trung tâm thành phố Bắc Ninh, với vị thế đắc địa trên con phố lớn kết nối đường Lê Thái Tổ với Tổ hợp công viên – Hồ điều hòa Văn miếu, quy hoạch đồng bộ với hàng loạt các khối nhà cao tầng thương mại. Tính đến thời điểm tháng 4/2022, đã có khoảng 358 căn hộ được bàn giao đem về cho DBC khoảng hơn 680 tỷ doanh thu. Dự kiến trong tương lai, quỹ căn hộ còn lại sẽ tiếp tục đem về cho DBC hơn 190 tỷ doanh thu.

Rủi ro

Giá nguyên vật liệu để sản xuất thức ăn chăn nuôi được dự báo vẫn tiếp tục tăng trong thời gian tới.

Theo dự báo của USDA, giá dầu thô sẽ tiếp tục tăng từ 60 USD lên 73 USD trên một thùng trong giai đoạn 2021-2031 khiến chi phí nhập khẩu nguyên vật liệu ngày một leo thang. Là một trong những nhà xuất khẩu đứng đầu thế giới về ngô và đậu tương (nguyên liệu chính để sản xuất thức ăn chăn nuôi), Mỹ ghi nhận chi phí vận chuyển hàng khô đã ổn định ở mức cao, do mức độ phục hồi chậm của nền kinh tế Trung Quốc khiến nhu cầu vận chuyển ngũ cốc từ Mỹ giảm.

Hồi tháng 7 vừa qua, dưới sự bảo trợ của Liên hợp quốc và Thổ Nhĩ Kỳ, Ukraine và Nga đã ký thỏa thuận nối lại hoạt động xuất khẩu ngũ cốc qua vùng biển Đen kiểm soát bởi Nga nhằm giảm bớt nguy cơ khủng hoảng lương thực ở nhiều nước trên thế giới. Tuy nhiên, Nga đang phát đi những tín hiệu cho thấy sẽ không gia hạn thỏa thuận này vào tháng 11 tới với cáo buộc thỏa thuận bị phá vỡ bởi Ukraine. Với vị trí thứ 3 trên thế giới về xuất khẩu ngũ cốc, việc hạn chế trong vận chuyển của Ukraine sẽ khiến nguồn cung ngũ cốc trên thế giới gặp khó khăn và nhiều khả năng giá thức ăn chăn nuôi khó có thể giảm về mức trước chiến tranh.

Điều kiện thời tiết không thuận lợi sẽ làm chậm quá trình thu hoạch ngũ cốc.

Khí hậu nắng nóng, khô hạn, cùng lượng mưa thấp ở một số vùng nước Mỹ, khiến 63% số ngô bị hỏng, chỉ có 15% số ngô đã trưởng thành - chậm hơn 3% so với trung bình 5 năm vừa qua.

Kế hoạch bình ổn giá thịt heo của nhà nước có thể tạo ra những nhịp điều chỉnh

Trước tình trạng khó khăn cho ngành chăn nuôi, Nhà nước đang tích cực hỗ trợ người dân và doanh nghiệp giảm chi phí đầu vào: cố gắng kiểm soát giá thức ăn chăn nuôi, giảm thuế nhập khẩu cho giá nguyên liệu sản xuất thức ăn chăn nuôi, phát triển nền chăn nuôi tự chủ bằng việc chuyển một số diện tích đất trồng trọt không hiệu quả sang trồng cây thức ăn (Bộ Nông nghiệp đã chỉ đạo Cục Trồng Trọt và Chăn nuôi xây dựng hợp tác xã trồng sắn và ngô ở Tây Nguyên đảm bảo thu mua khép kín phục vụ cho nguyên liệu đầu vào của ngành sản xuất thức ăn chăn nuôi), cả nước sẽ tập trung trồng ngô sinh khối và phân đầu chế biến 1,5 triệu tấn phụ phẩm nông nghiệp phục vụ cho sản xuất thức ăn gia súc. Bên cạnh đó, việc đã có vaccine ASF là cơ sở để đảm bảo tốc độ tăng trưởng cả năm của đàn lợn.

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp chiết khấu dòng tiền

Chiết khấu theo FCFF:

<i>Đơn vị: tỷ đồng</i>	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
EBIT	1.094.406	1.101.230	1.417.659	1.594.750	1.782.720
Khấu hao	563.876	636.752	709.628	780.103	817.682
Thay đổi vốn lưu động	(78.452)	(344.749)	(861.048)	523.727	(801.683)
Đầu tư TSCĐ	(1.286.044)	(1.286.044)	(1.286.044)	(1.286.044)	(668.125)
Giá trị hiện tại FCFF	156.446	(25.220)	(162.607)	1.089.827	641.598
Giá cổ phiếu DBC	35.075				

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

MUA

Chúng tôi tiếp tục đưa ra khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu mới là **35.075 đồng/cổ phiếu** theo phương pháp FCFF. Dựa trên những triển vọng sau đây:

- (1) Giá thức ăn chăn nuôi có xu hướng giảm do sản lượng ngũ cốc toàn cầu tăng, cùng các chính sách hỗ trợ từ Chính phủ.
- (2) Giá heo hơi dần hồi phục do nhu cầu thịt heo được dự kiến sẽ tăng khi các nhà hàng, trường học mở cửa trở lại, dịp Tết Nguyên Đán đang đến gần.
- (3) Mảng bất động sản đang được triển khai đúng tiến độ, quỹ căn hộ còn lại có thể đem về thêm cho DBC hơn 190 tỷ doanh thu.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Phân tích Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

Lê Đức Quang, CFA

Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu

ldquang@vcbs.com.vn

Phạm Thu Hường

Chuyên viên Phân tích Nghiên cứu

pthuong@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>