

## CTCP Tập đoàn Dabaco VN (HOSE: DBC)

### Chăn nuôi heo tiếp tục là điểm sáng tăng trưởng

- Q3/24, lợi nhuận (LN) ròng đạt 312 tỷ, tăng 24 lần svck. LN ròng 9T24 đạt 530 tỷ, tốt hơn kỳ vọng và hoàn thành 102% dự phóng cả năm của chúng tôi.
- LN ròng 2024 dự kiến tăng 27 lần svck đạt 697 tỷ đồng nhờ giá heo ước tính tăng 15% svck và chi phí thức ăn chăn nuôi giảm 10% svck. LN ròng năm 2025-26 dự phóng đạt tăng trưởng kép 8% nhờ giá tăng trung bình 2% svck và sản lượng heo tăng trung bình 2% svck.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 33,000 đồng/cp

### KQKD Q3/24 tích cực với lãi ròng ghi nhận 312 tỷ đồng

Q3/24, doanh thu ghi nhận 3,525 tỷ đồng (+30% svck) với sự dẫn dắt của mảng chăn nuôi heo. Biên LN gộp đạt 17.4% - cao nhất kể từ Q2/2023 (Q2/23 có ghi nhận lợi nhuận lớn từ mảng BĐS) chủ yếu nhờ vào sự tăng trưởng của lĩnh vực chăn nuôi heo. Tỷ trọng CPBH&QLDN/ tổng DT đạt 6.4%, giảm 0.8đ% svck. Nhờ đó, lợi nhuận ròng ghi nhận 312 tỷ đồng, gấp 24 lần svck. Lũy kế 9 tháng, doanh thu và lợi nhuận ròng ghi nhận 9,962/530 tỷ đồng, cải thiện đáng kể so với mức lãi 7 tỷ đồng cùng kỳ. Kết quả này hoàn tất 102% dự phóng năm 2024, vượt kỳ vọng của chúng tôi do chi phí sản xuất chăn nuôi thấp hơn dự phóng.

### Triển vọng 2024-26: Mảng chăn nuôi heo tiếp tục là động lực tăng trưởng

Q4/2024, với sự hỗ trợ của nhu cầu tiêu dùng cuối năm sẽ giúp giá heo duy trì ở ngưỡng 63,000 đồng/kg (+25% svck). Giá heo duy trì cao cùng với chi phí sản xuất chăn nuôi giảm sẽ giúp mảng chăn nuôi heo có được KQKD khả quan cho cả năm 2024. Bên cạnh đấy, giá heo tăng cao sẽ kích thích tỷ lệ tái đàn từ các hộ chăn nuôi, giúp mảng kinh doanh heo giống và thức ăn chăn nuôi cải thiện. Tổng kết, lợi nhuận ròng DBC 2024 ước tính đạt 697 tỷ đồng (x27 svck). Trong bối cảnh (1) dịch bệnh ASF vẫn chưa có biện pháp kiểm soát hiệu quả khiến cho cung heo chạy dịch liên tục xuất hiện trong ngắn hạn, (2) khả năng kiểm soát tốt nguồn heo lậu sẽ giúp cho nguồn cung heo nội địa trong năm 2025-26 khó có khả năng dư thừa, nhờ đó giá heo hơi tiếp tục duy trì ở mức nền cao, trên 60,000 đồng. Trên mức nền lợi nhuận cao năm 2024, chúng tôi ước tính tăng trưởng kép lợi nhuận ròng đạt 8% trong năm 2025-26 khi giá heo tăng trung bình 2% svck và sản lượng heo tăng trung bình 2% svck.

### Khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu của DBC là 33,000 đồng/cp

Chúng tôi tăng giá mục tiêu 10% do điều chỉnh tăng EPS năm 2024/25/26 34%/18%/18% sv dự phóng trước dựa trên việc giá TACN giảm thấp hơn dự kiến. Chúng tôi nhận thấy giá CP giảm gần đây do ảnh hưởng từ sự giảm giá heo hơi ngoài thị trường khi nguồn heo chạy dịch dồi dào trong ngắn hạn. Thời điểm hiện tại, giá heo khó giảm xuống dưới 62,000 đồng/kg khi (1) nguồn cung heo chạy dịch đã chậm lại, (2) cầu tiêu thụ mùa cao điểm gia tăng. Do vậy, chúng tôi nhận thấy đây là thời điểm phù hợp để đầu tư và tích lũy cổ phiếu DBC.

Chỉ tiêu tài chính	Dec-23	Dec-24	Dec-25	Dec-26
Doanh thu thuần	11,110	13,444	14,535	15,310
Lợi nhuận ròng	25	697	742	811
Tăng trưởng doanh thu thuần	-3.9%	21.0%	8.1%	5.3%
Tăng trưởng LN ròng	381.4%	2,688.0%	6.4%	9.4%
Biên LN gộp	10.0%	14.6%	14.2%	14.3%
Biên EBITDA	8.2%	11.6%	11.0%	11.1%
ROAE	0.5%	12.7%	11.3%	11.3%
ROAA	0.2%	5.2%	5.2%	5.5%
EPS (VND/cổ phiếu)	103	2,086	2,219	2,427
BVPS (VND/cổ phiếu)	19,282	18,824	20,543	22,470

### Khả quan

### Giá mục tiêu

VND33,000

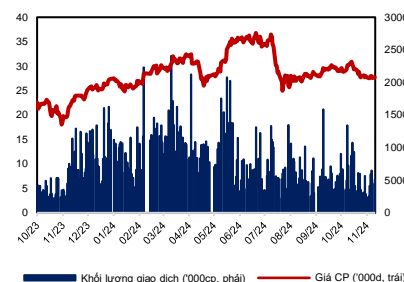
Tiềm năng tăng giá

19%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

EPS năm 24/25/26 điều chỉnh tăng 34%/18%/18% sv dự phóng trước

### Thông tin cổ phiếu



Nguồn: Fiinpro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	27,700
Cao nhất 52 tuần (VND)	31,600
Thấp nhất 52 tuần (VND)	19,701
Vốn hóa (tỷ VND)	9,237
P/E (TTM)	13.4
P/B	1.4
Thị suất cổ tức (%)	0
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	8.0

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

### Cơ cấu sở hữu

Nguyễn Như Sơ	23.3
PYN Elite Fund	7.4
Khác	69.3

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

### Chuyên viên phân tích



### Nguyễn Quỳnh Ly

Ly.NguyenQuynh@mbs.com.vn

# CTCP Tập đoàn Dabaco VN

## Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

### Luận điểm đầu tư

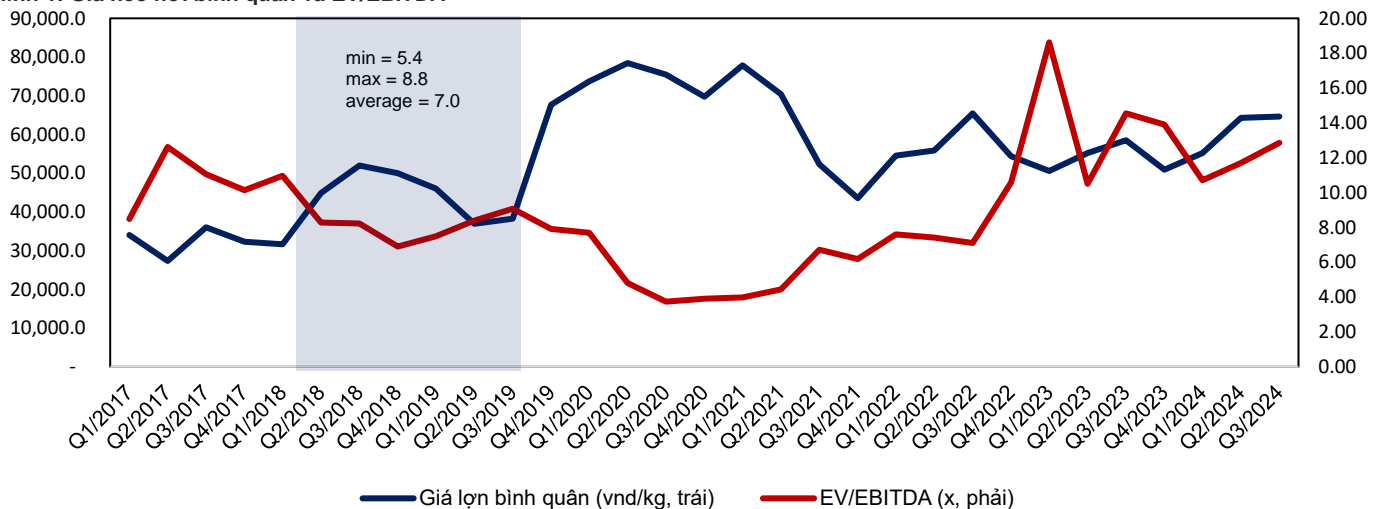
Chúng tôi ưa thích DBC bởi:

- Trong chu kỳ lợn hơi tăng giá, DBC có được lợi thế về mô hình chăn nuôi chuyên nghiệp, khép kín, cùng với khả năng tái đàn sớm ngay từ Q1/2024 sẽ giúp DBC chủ động được nguồn cung ra ngoài thị trường. Q4/24, chúng tôi kỳ vọng giá heo duy trì ở ngưỡng 64,000 đồng/kg, giúp cho giá heo hơi cả năm đạt trung bình 62,000 đồng/kg (+15% svck). Bên cạnh đấy, chi phí sản xuất chăn nuôi hạ nhiệt ước tính khoảng 10% svck sẽ giúp cho mảng chăn nuôi có lợi nhuận khả quan trong năm 2024-26.
- (1) Giá nguyên vật liệu sản xuất thức ăn chăn nuôi duy trì ở mức nền thấp trong năm 2024-25 nhờ vào nguồn cung ổn định trên thế giới, (2) tỷ lệ tái đàn hộ chăn nuôi gia tăng khi giá lợn hơi duy trì ở mức nền cao là điều kiện thuận lợi cho lĩnh vực kinh doanh thức ăn chăn nuôi của DBC.
- Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng năm 2024 đạt 697 tỷ đồng, tăng gấp 27 lần so với năm 2023. Giá lợn hơi cùng giá đầu vào của mảng thức ăn chăn nuôi duy trì ổn định sẽ giúp cho LN ròng năm 2025-26 có tốc độ tăng trưởng kép đạt 8%

### Định giá

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp FCFF (WACC: 10.5%) và EV/EBITDA để đưa ra giá trị hợp lý của cổ phiếu DBC là 33,000 VND/cp (tiềm năng tăng giá 19%). Giá mục tiêu mới cao hơn 10% so với báo cáo trước do EPS năm 2024/25/26 điều chỉnh tăng 34%/18%/18% sv báo cáo cũ khi chi phí sản xuất chăn nuôi thấp hơn ước tính ban đầu của chúng tôi. Chúng tôi ước tính chi phí sản xuất chăn nuôi năm 2024/25 giảm khoảng 10% svck chủ yếu do điều kiện thuận lợi về giá nhập khẩu nguyên vật liệu đầu vào, biên LN gộp chăn nuôi của DBC trong 9T24 phục hồi mạnh mẽ do đó LN ròng tăng mạnh 28 lần svck, ghi nhận 530 tỷ đồng. Chúng tôi sử dụng EV/EBITDA trung bình giai đoạn Q2/2018-Q2/2019 (7.0x) là mức cơ sở tham chiếu cho EV/EBITDA giai đoạn 2024 – 2025. Vì thế, chúng tôi đưa ra mức EV/EBITDA mục tiêu cho giai đoạn cuối 2024-25 tương đương mức tham chiếu là 7x.

Hình 1: Giá heo hơi bình quân và EV/EBITDA



**Hình 2: Tổng hợp phương pháp định giá**

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá (VND/cp)
EV/EBITDA (với EV/EBITDA 24-25 = 7.0x)	50%	32,439
FCFF	50%	33,564
<b>Giá mục tiêu</b>		<b>33,001</b>
Giá hiện tại (Giá đóng cửa ngày 26/06/2024)		27,700
Tiềm năng tăng giá		19%

Nguồn: MBS Research

**Hình 3: Dự báo dòng tiền phương pháp DCF**

	2024	2025	2026	2027	///	2033
(+) LNST	697	742	811	860		811
(+) CP phi tiền mặt	460	480	500	520		666
(-) Lãi vay sau thuế	246	231	223	216		192
(-) CAPEX	327.56	329.50	335.94	345.75		487.84
(+) Thay đổi VLD	-948	- 51	-645	97		379
<b>FCFF sau chiết khấu</b>	<b>-490</b>	<b>1,023</b>	<b>554</b>	<b>1,249</b>		<b>1,499</b>
<b>Giá trị dòng tiền năm cuối</b>						7,253

**Hình 4: Định giá theo FCFF và các giả định**

Định giá theo FCFF			WACC và tăng trưởng dài hạn	
(+) Giá trị hiện tại giai đoạn 2024E-2033E	tỷ đồng	8,488	Tỷ trọng VCSH	60%
(+) Giá trị hiện tại giá trị DN cuối chu kỳ	tỷ đồng	7,253	Tỷ trọng nợ	40%
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>tỷ đồng</b>	<b>15,741</b>	Chi phí VCSH	13.8%
(+) Tiền và tương đương tiền	tỷ đồng	1,083	Chi phí nợ	7.0%
(-) Nợ vay ngắn và dài hạn	tỷ đồng	-5,728	Mức thuế	20%
<b>Giá trị VCSH</b>	<b>tỷ đồng</b>	<b>11,216</b>	WACC	10.5%
Số lượng cổ phiếu	triệu cp	334	Tăng trưởng dài hạn	2.0%
<b>Giá mục tiêu (làm tròn)</b>	<b>đồng/cp</b>	<b>33,564</b>		

Nguồn: MBS Research

Nguồn: MBS Research

**Hình 5: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành**

Công ty	Mã Bloomberg	Vốn hóa (tỷ VND)	P/E (lần)		P/B (lần)		ROA%		ROE (%)		D/E (lần)	
			TTM	2025	TTM	2025	TTM	2025	TTM	2025	TTM	2025
CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam	BAF VN	5,366	22.8	n/a	1.9	n/a	2.7	n/a	8.4	n/a	1.5	n/a
CTCP Masan MeatLife	MML VN	8,160	-58.7	n/a	1.9	n/a	-1.1	n/a	-3.0	n/a	1.8	n/a
CTCP Hoàng Anh Gia Lai	HAG VN	10,997	5.6	n/a	1.3	n/a	8.4	n/a	24.9	n/a	1.5	n/a
<b>Trung bình</b>			<b>14.2</b>		<b>1.7</b>		<b>5.6</b>		<b>16.6</b>		<b>1.6</b>	
CTCP Tập đoàn Dabaco Việt Nam	DBC VN	9,237	13.4	12.6	1.4	1.4	4.1	5.1	10.3	11.3	1.2	0.8

Nguồn: Fiinpro, MBS Research

**Rủi ro đầu tư**

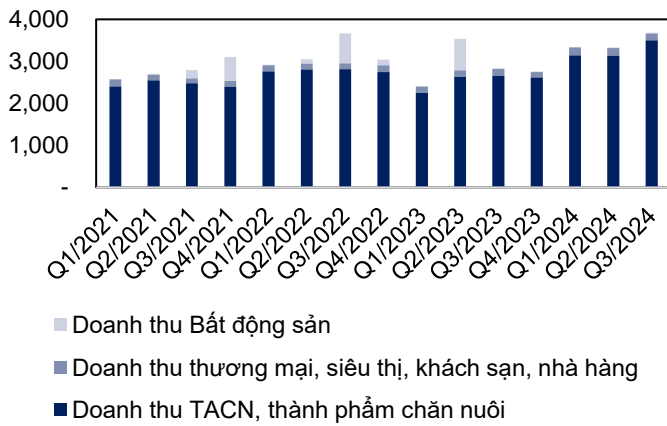
- Nguồn cung heo lậu lớn trên thị trường xuất hiện trong năm 2025-26 ảnh hưởng đến chu kỳ tăng giá heo thông thường
- Dự án vaccine kéo dài thời gian thử nghiệm, ảnh hưởng thời gian thương mại hóa theo ước tính vào năm 2025.

## Hoạt động cốt lõi ghi nhận tăng trưởng vượt bậc trong Q3/2024

Hình 6: Kết quả kinh doanh Q3/2024 (Đơn vị: tỷ VND)

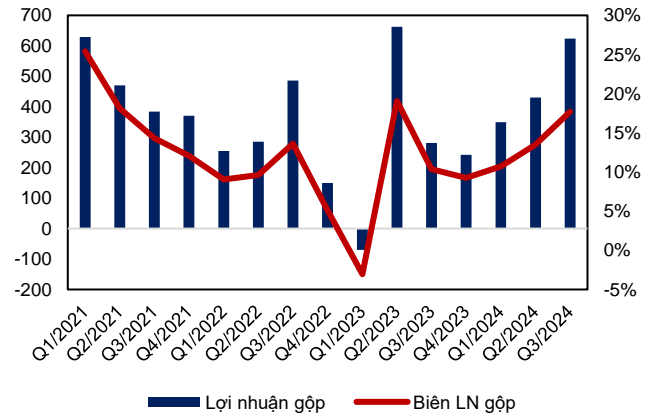
Các tiêu chí KQKD	Q3/2024	svck	sv quý trước	Lũy kế 9T24	svck	sv dự phóng 2024	Đánh giá
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>3,525</b>	<b>30.1%</b>	<b>10.7%</b>	<b>9,962</b>	<b>17.3%</b>	<b>79.3%</b>	
Doanh thu TACN, thành phẩm chăn nuôi	3,502	32.1%	11.7%	9,780	29.8%	87.3%	(1) Q3/24, giá lợn hơi trung bình tăng 16% svck, ghi nhận 64,300 VND/kg, (2) DBC kiểm soát dịch bệnh khá ổn định trong Q3/24 nhờ đó sản lượng tiêu thụ cải thiện svck, (3) Việc kinh doanh trên thị trường heo có lợi giúp cho hộ nông dân tăng tái đàn, từ đó sản lượng thức ăn chăn nuôi ước tính cải thiện 10% svck
Doanh thu dịch vụ, khách sạn, nhà hàng	160	-5.8%	-12.8%	536	12.5%	39.3%	
Doanh thu bất động sản	17	177.0%	43.8%	37	-95.1%		
Lợi nhuận gộp	624	122.1%	44.9%	1,403	60.8%	78.7%	
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>17.7%</b>	<b>7.3d%</b>	<b>4.2d%</b>	<b>14.1%</b>	<b>3.8d%</b>	<b>99.3%</b>	Biên LN gộp tăng 7.3đ% svck chủ yếu nhờ vào sự phục hồi mạnh mẽ của mảng chăn nuôi heo. Chúng tôi ước tính (1) Giá lợn hơi trung bình tăng 16% svck, (2) Giá thành sản xuất thức ăn chăn nuôi giảm 10% svck khi giá nhập khẩu nguyên vật liệu trung bình giảm 16% svck, (4) Giá bán thức ăn chăn nuôi trong Q3/24 giữ nguyên do chưa ghi nhận các đợt giảm giá
Chi phí bán hàng	126	14.4%	13.2%	348	-2.7%	74.8%	
Chi phí quản trị DN	100	16.6%	6.5%	291	16.7%	77.1%	
<b>% chi phí quản trị bán hàng/Doanh thu</b>	<b>6.4%</b>	<b>-0.8d%</b>	<b>0.0d%</b>	<b>6.4%</b>	<b>-0.7d%</b>	<b>95.7%</b>	Nhờ vào việc bán hàng tốt và điều kiện thuận lợi của thị trường, chi phí bán hàng quản lý doanh nghiệp tăng ít hơn so với việc tăng trưởng doanh thu
Doanh thu tài chính	7	-0.3%	44.4%	19	-24.3%	62.3%	
Chi phí tài chính	73	4.9%	-9.1%	204	-3.0%	68.4%	Chi phí lãi vay tăng 18% svck chủ yếu do quy mô nợ vay tăng 13% svck
LNTT	331	1310.3%	110.6%	588	608.0%	85.0%	
Thuế TNDN	-			6			
<b>LN ròng</b>	<b>312</b>	<b>2404.6%</b>	<b>114.6%</b>	<b>530</b>	<b>2757.5%</b>	<b>102.4%</b>	Lũy kế 9 tháng 2024, lợi nhuận ròng ghi nhận 530 tỷ đồng, tăng mạnh 27 lần svck chủ yếu nhờ vào sự phục hồi của mảng chăn nuôi heo so với mức lỗ ròng ước tính khoảng 350 tỷ trong 9T2023. LN ròng hoàn tất 102% dự phóng năm 2024, vượt kì vọng của chúng tôi do chi phí sản xuất chăn nuôi giảm thấp dự báo cũ.

Hình 7: Doanh thu theo lĩnh vực kinh doanh của DBC (tỷ đồng)



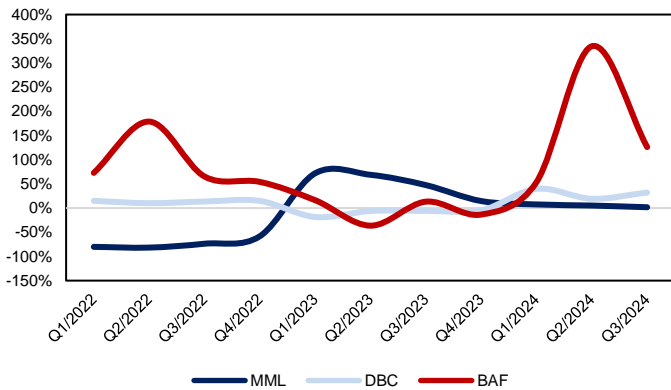
Nguồn: DBC, MBS Research

Hình 8: Lợi nhuận gộp và biên LN gộp



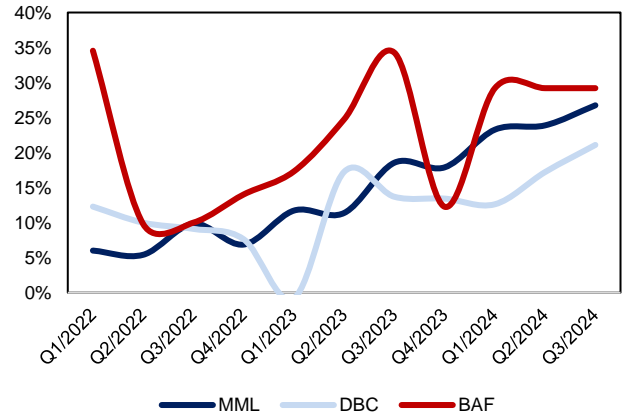
Nguồn: DBC, MBS Research

Hình 9: Doanh thu mảng chăn nuôi heo và thức ăn chăn nuôi của các doanh nghiệp trên sàn (tăng trưởng svck)



Nguồn: MML, DBC, BAF, MBS Research

Hình 10: Biên lợi nhuận gộp mảng chăn nuôi heo và thức ăn chăn nuôi của các doanh nghiệp trên sàn (%)



Nguồn: MML, DBC, BAF, MBS Research

## Chu kỳ tăng giá thịt heo là động lực tăng trưởng chính cho lợi nhuận ròng giai đoạn 2024-26

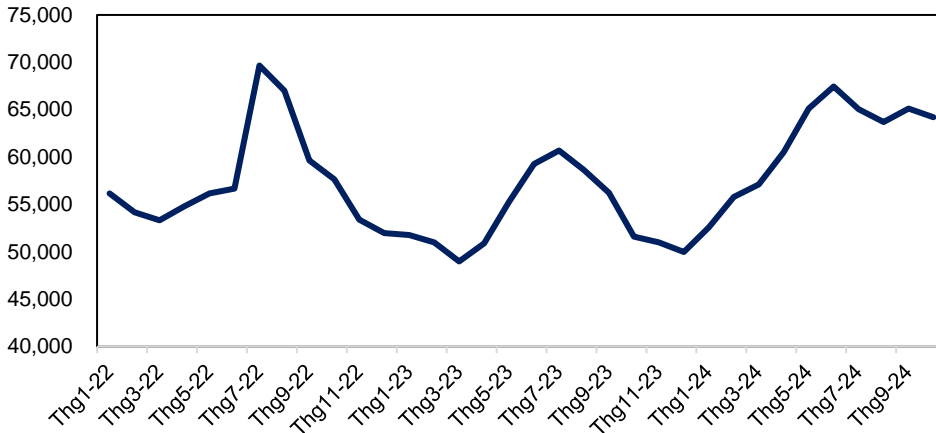
Giá heo hơi sẽ duy trì ở mức nền cao cho đến 6T25 và giảm nhẹ vào cuối năm 2025, duy trì trong năm 2026 khi nguồn cung dần ổn định trở lại.

*Nguồn cung heo biến động thất thường trong năm 2024 khiến cho giá heo hơi có thời điểm giảm giá mạnh trong ngắn hạn...*

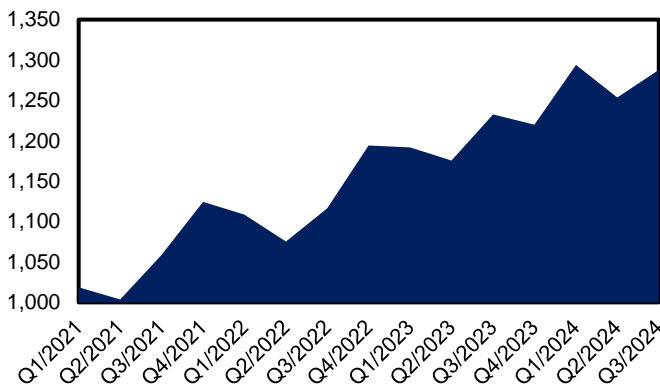
Giá heo hơi leo thang kể từ T12/2023 và đạt đỉnh ngắn hạn 71,000 nghìn đồng trong T6/2024. Sau đó, nguồn cung heo chạy dịch trong ngắn hạn khiến cho giá heo giảm mạnh trong vòng 3 tháng, về ngưỡng khoảng 61,000 đồng và sau đó tăng trở lại vào mùa khai trường. Đến hiện tại, giá heo duy trì ở ngưỡng 63,000 VND sau khi có đợt heo chạy dịch mạnh mẽ kể từ cuối tháng 9 năm 2024. Chúng tôi nhận thấy trong bối cảnh thị trường heo có điều kiện kinh doanh thuận lợi đã thúc đẩy tinh thần tái đàn của các hộ chăn nuôi. Do đó, lượng tái đàn tăng đáng kể giúp cho lượng heo hơi xuất chuồng ghi nhận khoảng 3,850 nghìn tấn (+7% svck) trong 9T24. Lượng hộ chăn nuôi nhỏ lẻ vẫn chiếm khá lớn (khoảng 32% thị trường) nên việc tái đàn mạnh mẽ đã khiến cho dịch bệnh bùng nổ. Do đó,

lũy kế 9T24, ASF khiến hơn 930 số ổ dịch bùng phát và hơn 67,000 con heo phải tiêu hủy.

Hình 11: Giá heo hơi ghi nhận nhiều đợt chỉnh mạnh trong ngắn hạn do nguồn cung dồi dào chạy dịch trong ngắn hạn.



Hình 12: Lượng heo hơi xuất chuồng duy trì tăng sau thời gian các hộ nông tích cực tái đàn

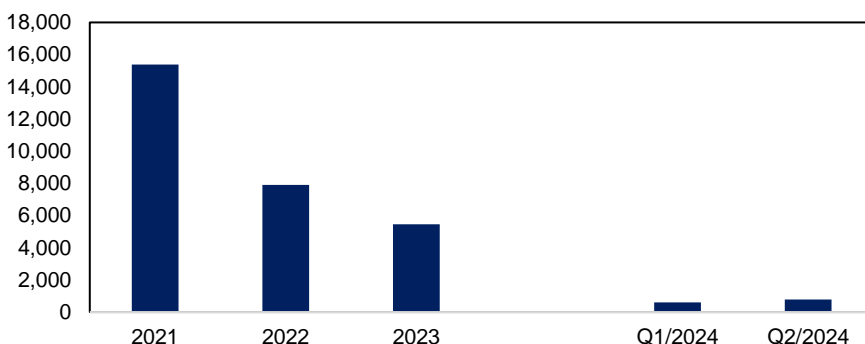


Nguồn: Tổng cục thống kê, MBS Research

Tuy nhiên tổng nguồn cung heo vẫn không bị dư thừa, giúp cho giá heo duy trì giao dịch ở mức nền cao.

Q2/24, lượng heo giống về VN đã tăng khoảng 30% so với Q1/24 tuy nhiên vẫn ở mức nền rất thấp so với giai đoạn 21-23. Bên cạnh đấy, nhập khẩu thịt heo đông lạnh có khối lượng tương đương svck tuy nhiên xét về trị giá lại thấp hơn khoảng 16% svck cho thấy một phần áp lực từ cung bởi thịt lợn đông lạnh giá rẻ nhập khẩu. Tổng đàn heo duy trì mức tăng trưởng thấp, trung bình khoảng 3% trong 10T24 cho thấy nguồn cung heo nội địa vẫn đang khá ổn định

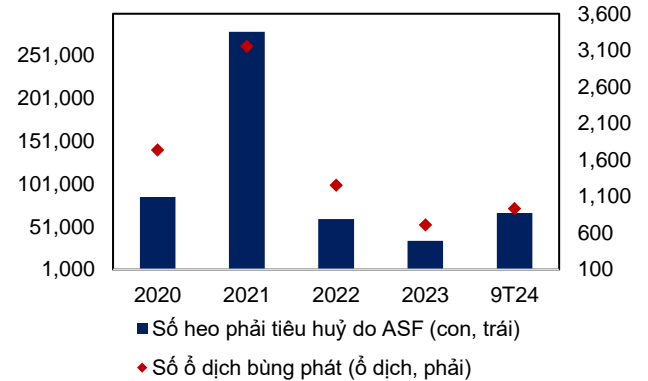
Hình 14: 6T24, lượng heo giống nhập khẩu về VN chỉ bằng khoảng 25% sv cả năm 2023.



Nguồn: Cục Thú Y, Bộ NN&PPNT, MBS Research

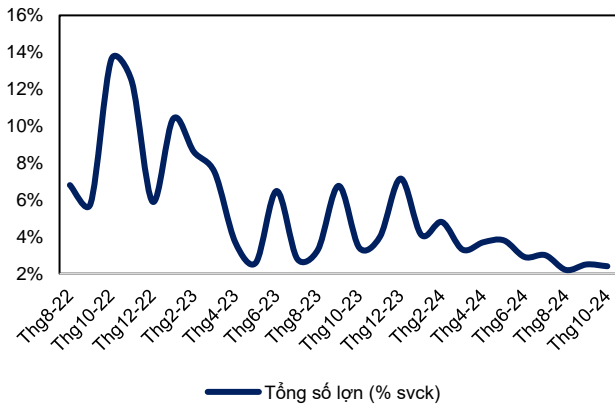
Nguồn: MBS Research tổng hợp

Hình 13: 9T24, số ổ dịch bùng phát tăng gấp 1.3 lần và số heo chết/phải tiêu hủy do ASF tăng gấp 1.9 lần so với cả năm 2023.



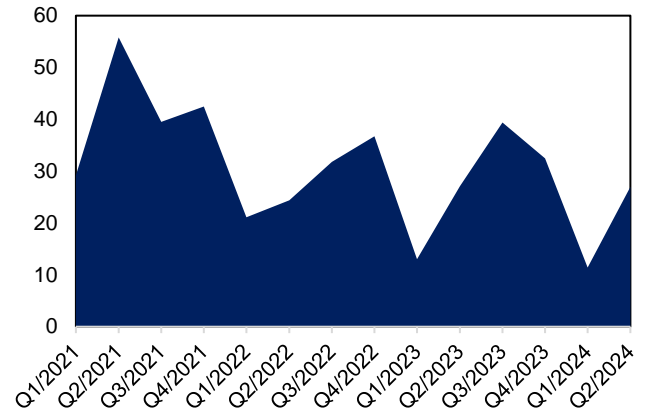
Nguồn: Cục Chăn Nuôi, MBS Research

Hình 15: Tổng đàn heo có mức tăng trưởng thấp hơn



Nguồn: Tổng cục thống kê, MBS Research

Hình 16: Lượng nhập khẩu thịt lợn đông lạnh theo quý kể từ năm 2021 (triệu tấn)



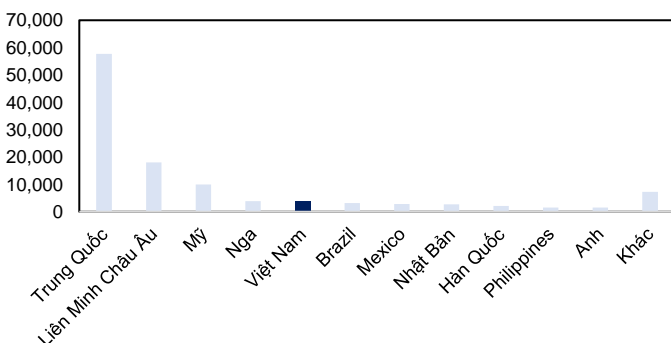
Nguồn: Tổng cục hải quan, MBS Research

Dự báo giá heo hơi duy trì trên 60,000 đồng từ giờ đến hết 6T25 và bắt đầu giảm nhiệt kể từ nửa cuối năm 2025

Sau mùa bão Yagi tại miền Bắc và những đợt heo chạy dịch lớn khi tỷ lệ tái đàn cải thiện đáng kể so với cùng kỳ, chúng tôi kỳ vọng từ giờ đến cuối năm không còn các đợt heo chạy dịch lớn. Bên cạnh đấy, mừng 1 Tết năm nay dự kiến sớm hơn 10 ngày so với năm 2024, do đó mùa cao điểm tiêu thụ có thể bắt đầu từ đầu tháng 12/2024 và kéo dài đến hết tháng 1. Do đó giá heo có thể tăng lên khoảng 68,000 đồng/kg trong thời điểm này và hạ nhiệt ở mức nền 62,000 – 65,000 đồng đến hết nửa đầu năm 2025.

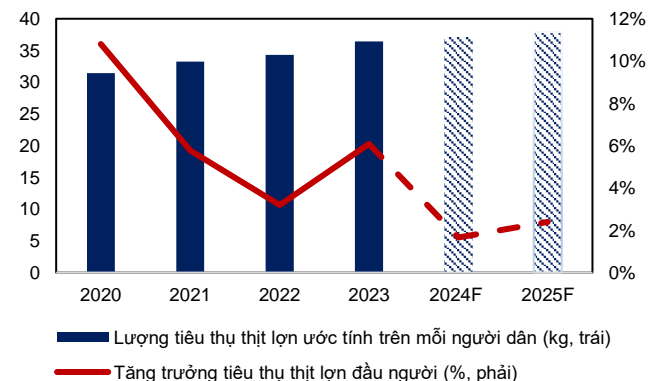
Theo USDA, nhờ vào thế mạnh mở rộng đàn và việc kiểm soát dịch ASF hiệu quả sẽ giúp cho sản lượng heo tại Việt Nam năm 2025 tăng 3.3% svck (cao hơn mức 2.5% năm 2024) lên mức 3.9 triệu tấn. Cũng theo số liệu mới nhất của USDA, Việt Nam xếp thứ 5 về tiêu thụ thịt lợn mỡ xẻ nội địa. Việt Nam vẫn là quốc gia chuộng tiêu thụ thịt heo. Dựa vào số liệu thịt heo xẻ mỡ nội địa, chúng tôi ước tính tốc độ tăng trưởng kép hàng năm của tiêu thụ thịt heo/đầu người khoảng 3.8%/năm vào giai đoạn 2024-26 và sản lượng xấp xỉ 37kg/người vào năm 2024. Trong điều kiện dịch ASF vẫn còn nhiều diễn biến phức tạp và nguồn cung vẫn ổn định cho đến hết năm 2025. Chúng tôi ước tính trung bình giá heo năm 2025-26 khoảng 63,000/64,000 đồng, giảm nhẹ trong năm 2025 và tăng 2% vào năm 2026.

Hình 17: Xếp hạng tiêu thụ thịt heo xẻ mỡ nội địa (cập nhật mới nhất T5/2024, đvi: nghìn tấn)



Nguồn: USDA, MBS Research

Hình 18: Tăng trưởng tổng số đàn lợn trên thị trường Việt Nam (%)



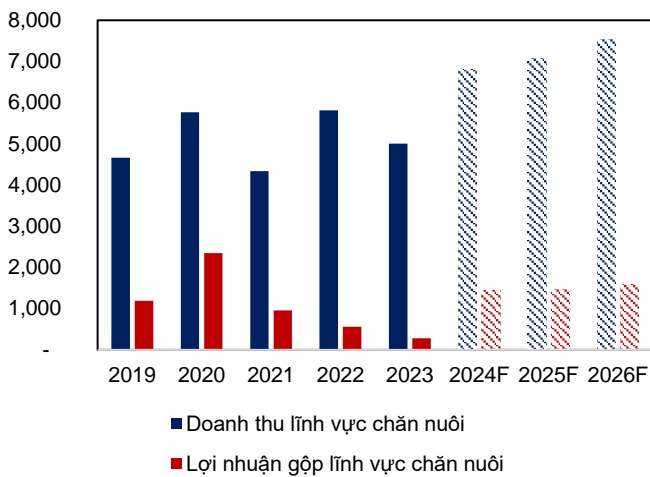
\*Số liệu lấy theo ước tính tổng thịt lợn xẻ mỡ nội địa

Nguồn: USDA, GSO, MBS Research

Các doanh nghiệp/hộ chăn nuôi theo hình thức trang trại khép kín sẽ giành được lợi thế nhờ vào (1) khả năng kiểm soát điều kiện ăn uống, môi trường sống, (2) khả năng kiểm soát chất lượng đầu vào của đàn lợn, (3) hạn chế được dịch tả lợn châu Phi. Bên cạnh đấy, khi có sự thuận lợi về điều kiện chăm nuôi và thị trường giá heo hơi, các doanh nghiệp khép kín sẽ dễ dàng tái đàn và cung cấp thêm thương phẩm ra ngoài thị trường.

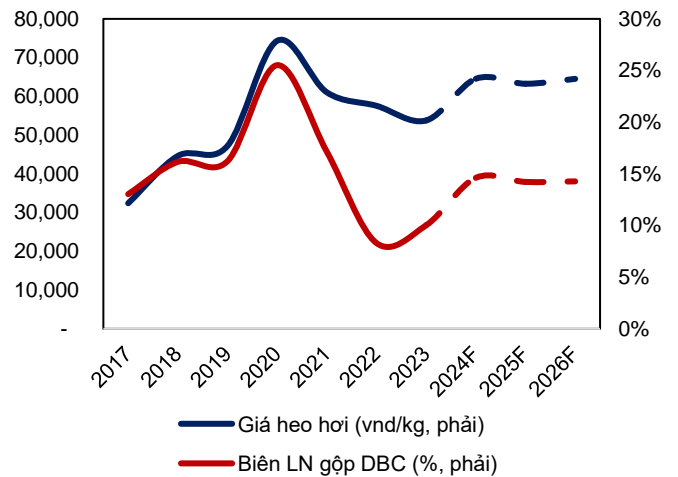
9 tháng năm 2024, nhờ vào việc chi phí sản xuất chăn nuôi giảm và giá bán cải thiện đáng kể svck, DBC đã ghi nhận lãi ròng khoảng 530 tỷ đồng, tăng mạnh so với mức 6 tỷ đồng cùng kỳ. Quý 4 năm 2024, chúng tôi ước tính (1) giá bán heo hơi trên thị trường trung bình khoảng 63,800 đồng/kg (+25% svck), (2) sản lượng duy trì ổn định sẽ giúp cho doanh thu tăng khoảng 25% svck. Nhờ đó, tổng doanh thu mảng chăn nuôi có thể tăng 36% svck trong năm 2024. Năm 2025-26, chúng tôi ước tính doanh thu sẽ đạt tăng trưởng kép 5% nhờ vào việc (1) giá heo hơi thị trường duy trì trên mức 60,000 đồng cho cả giai đoạn 2025-26, (2) sản lượng heo tiêu thụ tốt hơn khi dịch bệnh ASF được kiểm soát tốt hơn nhờ vào tiềm năng hiệu quả vaccine ASF của DBC.

Hình 19: Doanh thu và LN gộp mảng chăn nuôi DBC theo năm (tỷ đồng)



Nguồn: DBC, MBS Research ước tính

Hình 20: Dự báo giá heo hơi và biên LN gộp DBC năm 24-25



Nguồn: DBC, nhachannuoi, MBS Research ước tính

### Mảng thức ăn chăn nuôi tiếp tục hưởng lợi từ giá đầu vào giảm nhiệt trong năm 2024 và duy trì ổn định trong năm 2025-2026

*Dự báo giá nguyên vật liệu nhập khẩu tiếp tục duy trì ở mức nền thấp nhờ vào nguồn cung dồi dào trên thế giới*

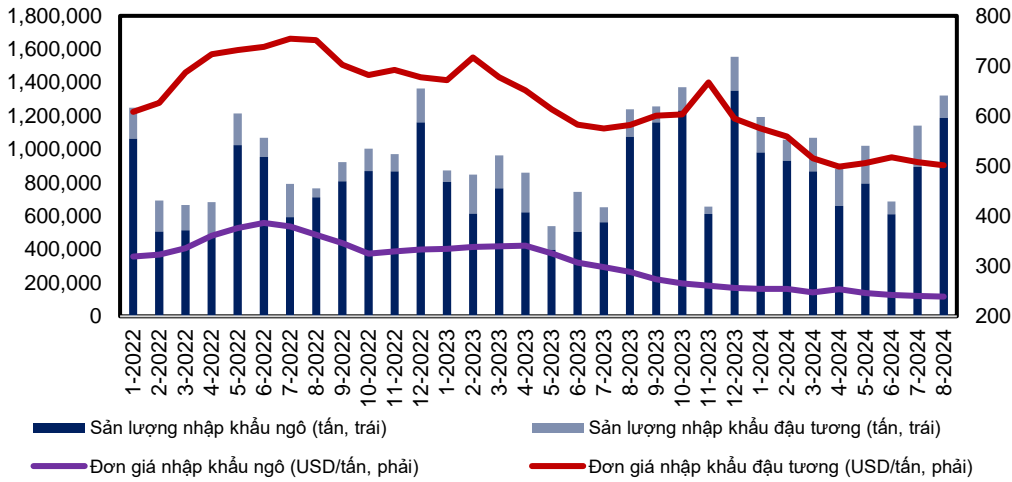
Từ tháng 3/2023, giá nguyên vật liệu đầu vào sản xuất thức ăn chăn nuôi tại Việt Nam liên tục giảm và đang ghi nhận sự giảm nhiệt đáng kể. Vào T8/2024, đơn giá ngô nhập khẩu giảm 17% svck, đơn giá đậu tương giảm 14% svck. Giá thức ăn chăn nuôi trong nước cũng đã hạ nhiệt so với mức nền cao của năm 2022. Tính từ năm 2023 đến nay, đã có 7 đợt giảm giá thức ăn chăn nuôi. Mới nhất, trong tháng 5/2024, giá thức ăn chăn nuôi lại hạ trung bình 150 VND/kg.

USDA dự báo sản lượng ngô toàn cầu trong năm 2024/25 sẽ giảm 0.7% so với niên độ 2023/24, khoảng 1217.2 triệu tấn, trong đó Trung Quốc, Brazil và Argentina dự kiến tăng so với niên độ trước khi Hoa Kỳ, Ukraine, EU dự kiến sẽ giảm. Nguồn cung đậu tương dự kiến tăng 8.7% svck, chạm mốc 428.9 triệu tấn với sự gia tăng ở cả Brazil, Ấn Độ và Trung Quốc. Nhờ vào nguồn cung ổn định, chúng tôi nhận thấy giá nhập khẩu ngô và đậu tương nửa cuối năm 2024 và



năm 2025/26 sẽ không có biến động bất thường và tiếp tục duy trì ở mức nền thấp.

Hình 21: Sản lượng nhập khẩu đậu tương và ngô về Việt Nam

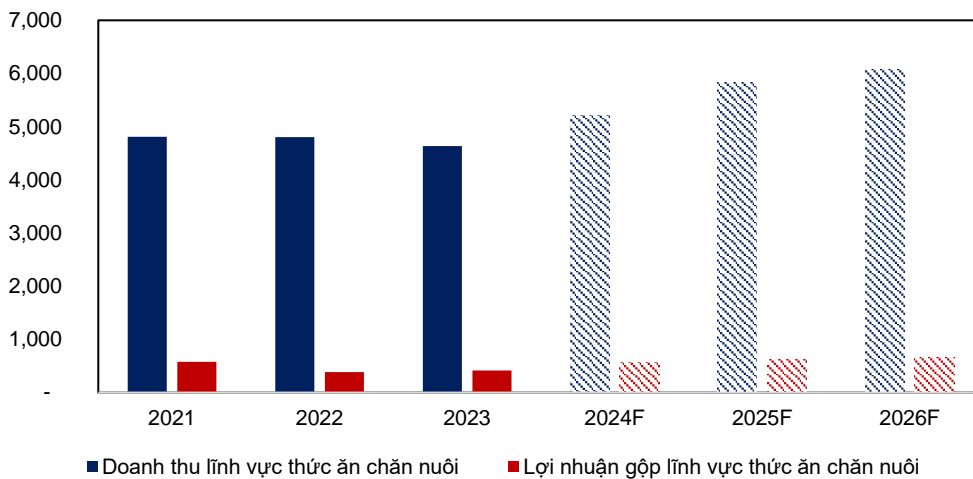


Nguồn: Tổng cục Hải quan, MBS Research

Mảng thức ăn chăn nuôi mang lại lợi nhuận ổn định trong năm 2024-2026.

DBC sở hữu mô hình 3F (Feed – Farm – Food), vì thế giá nguyên vật liệu sản xuất thức ăn chăn nuôi đầu vào hạ nhiệt tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. DBC có hơn 65% nguyên vật liệu sản xuất thức ăn chăn nuôi được nhập khẩu từ nước ngoài. Với giả định nguồn cung thế giới ổn định hết năm 2026 nhờ vào sự dồi dào trong lượng hàng tồn kho tại Hoa Kỳ, chúng tôi kỳ vọng giá nguyên vật liệu thức ăn chăn nuôi nhập khẩu duy trì sẽ duy trì ở mức nền thấp. Chúng tôi dự báo doanh thu mảng thức ăn chăn nuôi đạt tăng trưởng kép tăng 10% trong giai đoạn 2024-26 khi (1) sản lượng tiêu thụ cải thiện so với mức nền thấp năm 2023 khi hộ nông dân tích cực tái đàn trở lại, (2) giá bán ước tính không đổi.

Hình 22: Doanh thu và lợi nhuận gộp của DBC mảng thức ăn chăn nuôi và dự báo cho năm 2024-25 (tỷ đồng)



Nguồn: DBC, MBS Research ước tính

Chúng tôi nhận thấy mảng thức ăn chăn nuôi chưa có yếu tố bất thường khi (1) giá nguyên vật liệu nhập khẩu vẫn đang ở mức nền thấp so với năm 2023, dự

báo duy trì trong năm 25-26 khi nguồn cung trên thế giới ổn định, (2) sản lượng cung cấp thức ăn chăn nuôi gia tăng khi các hộ chăn nuôi tích cực tái đàn trong bối cảnh thị trường lợn hơi vẫn đang có điều kiện kinh doanh thuận lợi. Bên cạnh đấy, kết hợp với dự báo giá heo hơi thị trường đạt trên 60,000 đồng trong cả giai đoạn 24-26, chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng tăng mạnh 27 lần trong năm 2024, ghi nhận 697 tỷ đồng. Trên mức nền cao của năm 2024, ước tính lợi nhuận ròng năm 25-26 đạt tăng trưởng kép 8%.

**Màng sản xuất VACCINE: Tiềm năng thương mại hóa còn lớn**

*Dabaco đã nhận được giấy chứng nhận GMP vào Q2/2024*

Vào tháng 8/2024, DBC đã được Cục Thú Y giao chứng nhận GMP, tiến gần hơn đến việc thương mại hóa vaccine ASF. Nhà máy vaccine hiện tại của DBC có công suất khoảng 100 triệu liều/năm với dự tính lúc đầu sẽ triển khai 3 loại vaccine: ASF, tai xanh, lở mồm long móng. Chúng tôi nhận thấy bên cạnh việc cung cấp nội địa, với công suất tối đa khoảng 200 triệu liều/năm, DBC có tiềm năng xuất khẩu vaccine ra các đối tác nước ngoài: Trung Quốc, Philippines, Thái Lan... Theo thông tin Cục Chăn Nuôi, lũy kế 9 tháng năm 2024, cả nước có hơn 930 ổ dịch và hơn 67,000 con heo bị tiêu hủy, cho thấy việc triển khai tiêm vaccine ASF chưa thực sự hiệu quả. Vaccine của DBC là dòng đi sau với 2 loại vaccine ASF đang được thương mại hóa trên thị trường của Navetco và AVAC. Vì vậy, yêu cầu được thương mại hóa cũng khẩn trương hơn nhằm đảm bảo tính hiệu quả của vaccine tác dụng lên đàn heo trong nước.

Hình 23: Giấy chứng nhận GMP của Dabaco.



Nguồn: Dabaco, MBS Research

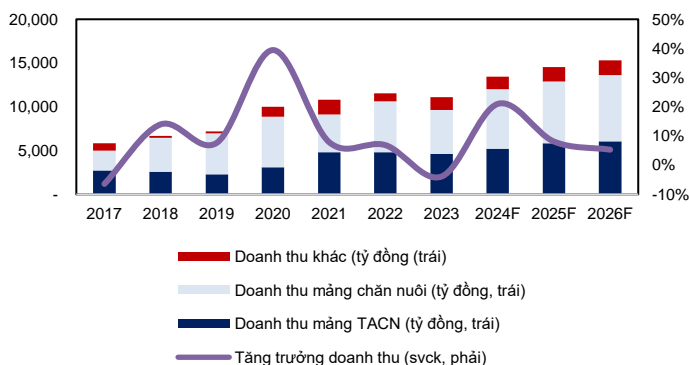
**Kỳ vọng thương mại hóa sớm nhất vào giữa năm 2025.**

Theo chia sẻ của ban lãnh đạo, DBC sẽ tiếp tục tổ chức tiêm vaccine cho heo trong đàn và một số trại liên kết để tiếp cận bước thử nghiệm ở nhiều trang trại khác nhau trên toàn quốc. Bên cạnh đấy, lượng tiêm cho heo ở các trang trại toàn quốc rất nhiều và thời gian ước tính khoảng 3-4 tháng. Do chưa đủ số liệu ước tính về thời gian và số lượng thử nghiệm về vaccine ASF của DBC nên hiện tại chúng tôi chưa đưa doanh thu và lợi nhuận ước tính của vaccine ASF vào trong model định giá.

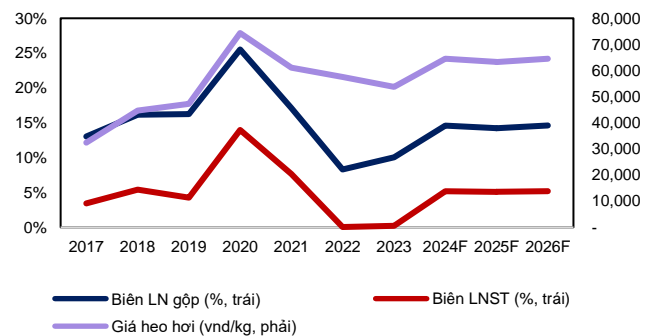
**Điều chỉnh dự phóng KQKD giai đoạn 2024-2026**
**Hình 24: Dự báo KQKD 2024-2026 (Đơn vị: tỷ VND)**

Các tiêu chí KQKD	2024F	yoy	Δ	2025F	yoy	Δ	2026F	yoy	Đánh giá
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>13,444</b>	<b>21.0%</b>	<b>7.0%</b>	<b>14,535</b>	<b>8.1%</b>	<b>8.1%</b>	<b>15,310</b>	<b>5.3%</b>	
Doanh thu lĩnh vực thức ăn chăn nuôi	5,204	12.2%	-10.8%	5,839	12.2%	-0.3%	6,075	4.0%	Điều chỉnh giảm 11% so với dự phóng cũ do điều chỉnh lại số doanh thu thực tự mẫnng thức ăn chăn nuôi năm 2023, giảm 11% sv số ước tính cũ.
Doanh thu lĩnh vực chăn nuôi	6,809	36.0%	26.9%	7,068	3.8%	-0.3%	7,543	6.7%	Điều chỉnh tăng 27% chủ yếu do điều chỉnh sản lượng tiêu thụ heo thịt tăng 10% so với dự phóng cũ
Doanh thu khác	1,431	-2.4%	4.8%	1,628	13.8%	-0.3%	1,692	3.9%	
Lợi nhuận gộp	1,965	76.4%	10.3%	2,067	5.2%	-0.3%	2,186	5.7%	Điều chỉnh tăng 10% khi kết quả kinh doanh 9T24 tăng mạnh hơn so với kì vọng, chúng tôi giảm chi phí sản xuất chăn nuôi so với ước tính cũ
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>14.6%</i>	<i>4.6d%</i>	<i>0.4d%</i>	<i>14.2%</i>	<i>-0.4d%</i>	<i>-0.3d%</i>	<i>14.3%</i>	<i>0.1d%</i>	
Chi phí bán hàng	497	15.0%	7.0%	538	8.1%	-0.3%	566	5.3%	
Chi phí quản trị DN	403	13.2%	7.0%	436	8.1%	-0.3%	459	5.3%	
<i>% chi phí quản trị bán hàng/Doanh thu</i>	<i>6.7%</i>	<i>-0.4d%</i>	<i>0.0d%</i>	<i>6.7%</i>	<i>0.0d%</i>	<i>-0.3d%</i>	<i>6.7%</i>	<i>0.0d%</i>	
Doanh thu tài chính	29	-17.7%	-1.9%	32	8.1%	-0.3%	34	5.3%	
Chi phí tài chính	329	17.3%	10.5%	312	-5.2%	-0.3%	304	-2.7%	Điều chỉnh tăng 11% do quy mô nợ vay tăng mạnh hơn so với ước tính cũ
LNTT	786	704.1%	13.8%	836	6.4%	-0.3%	914	9.4%	
Thuế TNDN	89	22.1%	-48.7%	94	6.4%	-0.3%	103	9.4%	Điều chỉnh giảm mạnh 49% do chúng tôi giảm thuế suất TNDN của DBC từ mức 20% chỉ còn khoảng 11% trong năm 2024
LN ròng	697	2688.0%	34.6%	742	6.4%	-0.3%	811	9.4%	Chúng tôi điều chỉnh tăng lợi nhuận ròng 35% so với dự báo cũ, chủ yếu do biên lợi nhuận gộp của mảng chăn nuôi tốt hơn nhiều so với kì vọng cũ khi (1) giá heo bán ra tăng mạnh, (2) chi phí sản xuất chăn nuôi ước tính giảm 10% svck. Tổng kết, chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng đạt 697 tỷ đồng, tăng 27 lần svck.

Nguồn: DBC, MBS Research ước tính

**Hình 25: Doanh thu các lĩnh vực kinh doanh theo năm**


Nguồn: DBC, MBS Research

**Hình 26: Biên LN gộp và biên LN ròng (%)**


Nguồn: DBC, MBS Research

## Báo cáo tài chính

<b>Báo cáo kết quả HĐKD</b>	<b>31/12/23</b>	<b>31/12/24</b>	<b>31/12/25</b>	<b>31/12/26</b>	<b>Báo cáo lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>31/12/23</b>	<b>31/12/24</b>	<b>31/12/25</b>	<b>31/12/26</b>
Doanh thu thuần	11,110	13,444	14,535	15,310	LN trước thuế	98	786	836	914
Giá vốn hàng bán	(9,996)	(11,479)	(12,468)	(13,124)	Khấu hao	547	460	480	500
Lợi nhuận gộp	1,114	1,965	2,067	2,186	Thuế đã nộp	(73)	(89)	(94)	(103)
Chi phí quản lý DN	(356)	(403)	(436)	(459)	Các khoản điều chỉnh khác	(86)	6	0	1
Chi phí bán hàng	(432)	(497)	(538)	(566)	Thay đổi VLD	(1,454)	(1,617)	(3)	(597)
LN từ HĐKD	325	1,064	1,093	1,160	<b>LCTT từ HĐKD</b>	<b>(967)</b>	<b>(454)</b>	<b>1,219</b>	<b>715</b>
EBITDA thuần	873	1,524	1,573	1,660	Đầu tư TSCĐ	(375)	(328)	(329)	(336)
<b>LN trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>325</b>	<b>1,064</b>	<b>1,093</b>	<b>1,160</b>	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	84	-	-	-
Thu nhập lãi	36	29	32	34	<b>LCTT từ đầu tư</b>	<b>(258)</b>	<b>(510)</b>	<b>(384)</b>	<b>(375)</b>
Chi phí tài chính	(281)	(329)	(312)	(304)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	922	-	-
Thu nhập ròng khác	20	24	26	28	Tiền vay ròng nhận được	1,326	(139)	(272)	257
TN từ các Cty LK & LD	(3)	(3)	(3)	(3)	Dòng tiền từ HĐTC khác	(136)	-	-	-
<b>LN trước thuế</b>	<b>98</b>	<b>786</b>	<b>836</b>	<b>914</b>	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	-	-	(167)	(167)
Thuế TNDN	(73)	(89)	(94)	(103)	<b>LCTT từ hoạt động TC</b>	<b>1,190</b>	<b>783</b>	<b>(439)</b>	<b>90</b>
Lợi nhuận sau thuế	25	697	742	811	Tiền & tương đương tiền đầu kì	627	592	411	807
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	LC tiền thuần trong năm	(35)	(181)	396	430
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>25</b>	<b>697</b>	<b>742</b>	<b>811</b>	<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>592</b>	<b>411</b>	<b>807</b>	<b>1,237</b>
<b>Bảng cân đối kế toán</b>	<b>31/12/23</b>	<b>31/12/24</b>	<b>31/12/25</b>	<b>31/12/26</b>	<b>Các chỉ số cơ bản</b>	<b>31/12/23</b>	<b>31/12/24</b>	<b>31/12/25</b>	<b>31/12/26</b>
Tiền và tương đương tiền	592	411	807	1,237	Tăng trưởng doanh thu thuần	-3.9%	21.0%	8.1%	5.3%
Đầu tư ngắn hạn	490	672	727	765	Tăng trưởng EBITDA	22.9%	74.7%	3.2%	5.5%
Phải thu khách hàng	222	407	263	454	Tăng trưởng LN từ HĐKD	52.9%	227.1%	2.7%	6.1%
Hàng tồn kho	5,494	6,280	6,450	6,959	Tăng trưởng LN trước thuế	23.8%	704.1%	6.4%	9.4%
Tổng tài sản ngắn hạn	7,101	8,182	8,693	9,870	Tăng trưởng LN ròng	381.4%	2688.0%	6.4%	9.4%
Tài sản cố định	4,534	4,401	4,251	4,087	Tăng trưởng EPS	381.4%	2688.0%	6.4%	9.4%
Xây dựng cơ bản dở dang	476	476	476	476	Biến LN gộp	10.0%	14.6%	14.2%	14.3%
BDS đầu tư	-	-	-	-	Biến EBITDA	8.2%	11.6%	11.0%	11.1%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	Biến LN ròng	0.2%	5.2%	5.1%	5.3%
Đầu tư vào công ty LD, LK	110	110	110	110	ROAE	0.5%	12.7%	11.3%	11.3%
Các khoản đầu tư dài hạn khác	177	198	217	231	ROAA	0.2%	5.2%	5.2%	5.5%
Tổng tài sản dài hạn	5,910	5,799	5,668	5,518	ROIC	0.2%	5.8%	6.0%	6.1%
<b>Tổng tài sản</b>	<b>13,012</b>	<b>13,982</b>	<b>14,361</b>	<b>15,387</b>	Vòng quay tài sản	0.9	1.0	1.0	1.0
Vay & nợ ngắn hạn	4,841	4,732	4,617	5,046	Cổ tức chi trả/LN ròng	0.0%	0.0%	22.5%	20.6%
Phải trả người bán	796	949	978	1,055	Tổng nợ vay/VCSH	125.7%	91.1%	79.5%	76.1%
Phải trả ngắn hạn khác	1,103	403	436	459	Nợ vay ròng/VCSH	113.0%	84.5%	67.7%	59.6%
Tổng nợ ngắn hạn	7,142	6,517	6,479	7,034	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	40.5%	38.0%	32.4%	29.1%
Vay & nợ dài hạn	1,026	996	840	667	Khả năng thanh toán lãi vay	1.2	3.5	3.8	4.2
Các khoản phải trả khác	177	177	177	177	Số ngày phải thu	7.3	11.0	6.6	10.8
Tổng Nợ dài hạn	1,204	1,174	1,017	845	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	200.6	199.7	188.8	193.5
<b>Tổng nợ</b>	<b>8,345</b>	<b>7,691</b>	<b>7,496</b>	<b>7,879</b>	Số ngày phải trả tiền bán	29.1	30.2	28.6	29.3
Vốn điều lệ	2,420	3,342	3,342	3,342	Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.0	1.3	1.3	1.4
Thặng dư vốn cổ phần	418	418	418	418	Khả năng thanh toán nhanh	0.2	0.3	0.3	0.4
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.2	0.2	0.2	0.3
LN giữ lại	28	730	1,305	1,949	<b>Định giá</b>				
Các quỹ thuộc VCSH	1,800	1,800	1,800	1,800	EPS	103	2,086	2,219	2,427
Vốn chủ sở hữu	4,666	6,290	6,865	7,509	BVPS	19,282	18,824	20,543	22,470
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	P/E	246.8	13.4	12.6	11.5
Tổng vốn chủ sở hữu	4,666	6,290	6,865	7,509	P/B	1.3	1.5	1.4	1.2
<b>Tổng nợ và VCSH</b>	<b>13,012</b>	<b>13,982</b>	<b>14,361</b>	<b>15,387</b>					

## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

### Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng 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.

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 -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

### Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

## KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

### Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

### Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

### Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Ngô Quốc Hưng

Nghiêm Phú Cường

Đinh Hà Anh

Võ Đức Anh

### Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyện

Nguyễn Đức Hải

### Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

### Công nghiệp – Năng Lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Phạm Thị Thanh Huyền

### Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly