

(MUA; Giá mục tiêu: VND75.800)

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu DBC với giá mục tiêu **VND75.800** trên cơ sở (i) DBC là nhà sản xuất thức ăn chăn nuôi hàng đầu miền Bắc và miền Trung với chuỗi sản xuất khép kín theo mô hình 3F, (ii) tăng trưởng gắn liền với triển vọng khả quan của ngành chăn nuôi & TĂCN và chủ trương đầu tư mở rộng quy mô đàn lợn và NM đầu thực vật GD2 của DN, và (iii) đóng góp từ dự án BĐS trong giai đoạn 2021 – 2022.

Tiêu điểm đầu tư

- **Triển vọng khả quan của ngành chăn nuôi & TĂCN.** Việt Nam được dự báo sẽ vươn lên vị trí thứ 2 châu Á về tiêu thụ thịt lợn vào cuối năm 2021 trong khi sản lượng tiêu thụ gia cầm được dự báo đạt mức tăng trưởng bình quân 2,9%/năm (OECD). **Quy mô đàn lợn gia tăng cùng với nhu cầu tiêu thụ sản phẩm gia súc, gia cầm là động lực tăng trưởng chính cho ngành TĂCN.** Quy mô thị trường thức ăn chăn nuôi của Việt Nam được dự báo sẽ tăng trưởng 5,06%/năm trong giai đoạn 2020 - 2025, theo USDA.
- **DBC chủ trương đầu tư mở rộng quy mô đàn lợn và NM đầu thực vật GD2.** DBC đang lên kế hoạch mở rộng quy mô đàn lợn với 4 dự án tại các tỉnh Bình Phước, Hòa Bình, Thanh Hóa và Phú Thọ, nâng tổng công suất thiết kế lên 56%, sản lượng lợn thương phẩm ước tính tăng 31% so với hiện tại. Bên cạnh đó, DN cũng lên kế hoạch đầu tư mở rộng Nhà máy đầu thực vật GD2 khi GD1 đã chạy 90% công suất thiết kế & sản phẩm nhận được phản hồi tốt từ người tiêu dùng. Dự kiến cuối 2022 sẽ đưa vào hoạt động các dự án này.
- **Dự án Lotus Central đóng góp doanh thu và LN trong giai đoạn 2021 – 2022.** Theo ban lãnh đạo, dự án hiện đang trong giai đoạn hoàn thiện và sẽ mang lại khoản doanh thu 845 tỷ đồng.
- **Sức khỏe tài chính lành mạnh.** Nợ vay giảm dần từ 34% năm 2020 xuống còn 28% đến cuối tháng 6/2021. Khả năng bán hàng và quản trị dòng tiền tốt. Qua đó, khả năng chi trả cổ tức tiền mặt của DN cũng được cải thiện trong những năm gần đây với mức 1.500 – 2.00 VNĐ/CP.
- **Rủi ro khi giá nguyên liệu TĂCN được dự báo sẽ tăng và duy trì ở mức cao đến cuối năm trong khi giá lợn ở mức thấp** do ảnh hưởng của dịch Covid-19 làm giảm nhu cầu tiêu thụ.

Định giá

Chúng tôi xác định **giá mục tiêu 12 tháng** của cổ phiếu DBC vào khoảng **VND75.800** dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền. Mức giá mục tiêu tương ứng P/E forward khoảng 12,7 lần (theo EPS 2022F khoảng VND5.963).

Diễn biến giá



Ngày báo cáo	24/08/2021
Giá hiện tại	VND 58.000
Giá mục tiêu	VND 75.800
Upside	30,7%
Vốn hóa thị trường	6.684 tỷ VNĐ
Biến động 52 tuần	VND 36.900 VND 64.200
Khối lượng GD trung bình	2.206.974 cp
Giới hạn sở hữu NĐTNN	49,00%
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN	3,61%

Đơn vị: Tỷ VNĐ	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu	7.187	10.022	10.340	9.716
Biên LN gộp	16,2%	25,5%	20,6%	18,7%
LNTT	345	1.554	1.162	911
LNST	305	1.400	1.046	820
EPS (VNĐ)	3.167	12.282	7.602	5.963
P/E	17,5x	4,4x	7,6x	9,7x
ROE (%)	10,1%	33,3%	20,4%	14,1%

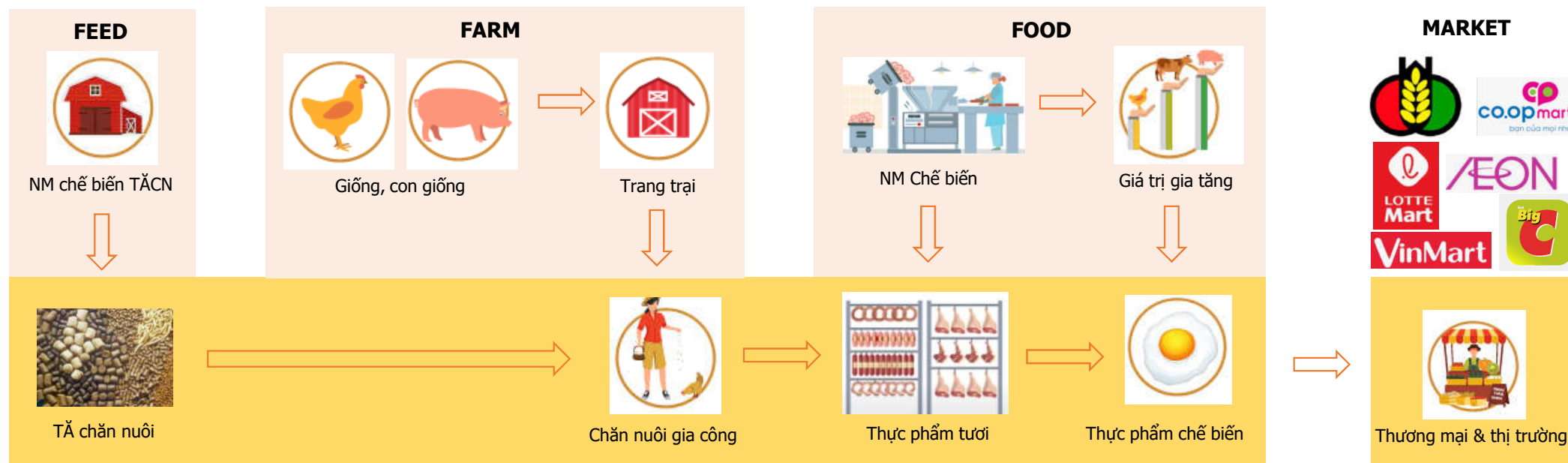
Nguồn: MBS Research

(MUA; Giá mục tiêu: VND75.800)

DBC là 1 trong những đơn vị tiên phong trong phát triển mô hình 3F (Thức ăn chăn nuôi – Trang trại – Thực phẩm) tại Việt Nam...

- Đã phát triển mô hình kinh doanh **3F** từ **2010**.
- Hiện nằm trong **Top 10 nhà sản xuất TĂCN** trong chuỗi giá trị thịt lợn và gia cầm (C.P Việt Nam, De Haus, Dabaco...).
- Sở hữu 9 **Nhà máy TĂCN** tại các địa bàn trọng yếu từ Bắc vào Nam được đầu tư dây chuyền tự động hóa cao với **công suất ~1,5 triệu tấn/ năm**.
- Là đơn vị **số 1 về giống gà màu với 35% thị phần**, cung cấp cho thị trường 25-30 triệu con giống gà màu các loại/năm.
- Sở hữu **8 trung tâm chăn nuôi lợn** với công suất >31.000 con nái/năm, **cung cấp >700.000 con lợn thương phẩm/năm**.

Chuỗi giá trị sản xuất của Dabaco



(Nguồn: DBC, MBS Research)

(MUA; Giá mục tiêu: VND75.800)

Hệ thống nhà máy chế biến thức ăn chăn nuôi của DBC

STT	Dự án	Vị trí	Công suất (tấn/năm)
1	Nhà máy chế biến TACN cao cấp Dabaco	Khu CN Khắc Niệm – TP. Bắc Ninh – T. Bắc Ninh	200.000
2	Nhà máy chế biến TACN cao cấp Topfeeds	Khu CN Khắc Niệm – TP. Bắc Ninh – T. Bắc Ninh	290.000
3	Nhà máy chế biến TACN Dabaco Hoàn Sơn	KCN Đại Đồng Hoàn Sơn, huyện Tiên Du, Bắc Ninh	40.000
4	Nhà máy chế biến TACN Dabaco Bình Phước	Suối Đồi, Tân Hưng, Đồng Phú, Bình Phước	120.000
5	Nhà máy chế biến TACN thủy sản Kinh Bắc	Cụm CN Khắc Niệm – TP. Bắc Ninh – T. Bắc Ninh	100.000
6	Nhà máy chế biến thức ăn thủy sản Nutreco	KCN Đại Đồng Hoàn Sơn, huyện Tiên Du, Bắc Ninh	80.000
7	Trại sản xuất – thực nghiệm cá lồng Kinh Bắc	Xã Hán Quảng – Huyện Quế Võ – T. Bắc Ninh	
8	Công ty TNHH thức ăn chăn nuôi Nasaco Hà Nam	Đường D2, KCN Hoà Mạc, Thị trấn Hoà Mạc, Duy Tiên, Hà Nam	350.000
9	Công ty TNHH Nutreco	KCN Đại Đồng Hoàn Sơn, huyện Tiên Du, Bắc Ninh	300.000
10	Nhà máy Nutreco Hà Tĩnh	Khu công nghiệp Gia Lách, thị trấn Xuân An, Nghi Xuân, Hà Tĩnh	275.000 (*)
Tổng			1.480.000 (**)

(*) : Đã hoàn thiện nhưng không thể vận hành do không đấu được nguồn điện, nước

(**): không bao gồm NM Nutreco Hà Tĩnh

(Nguồn: DBC)

(MUA; Giá mục tiêu: VND75.800)

Hệ thống chăn nuôi lợn và phát triển gà giống với tổng sản lượng đáp ứng hàng chục triệu con mỗi năm

STT	Dự án	Vị trí	Công suất thiết kế	Cung cấp thương phẩm (con/năm)
1	Công ty TNHH lợn giống hạt nhân Dabaco	Xã Tân Chi, huyện Tiên Du, T. Bắc Ninh	3.500 lợn nái	55.000 – 60.000
2	Công ty TNHH lợn giống Dabaco Lương Tài	Thanh Khê, Lai Hạ, Lương Tài, Bắc Ninh	1.600 lợn nái	30.000
3	Công ty TNHH MTV lợn giống Lạc Vệ	Xã Lạc Vệ, huyện Tiên Du, T. Bắc Ninh	1.800 lợn nái	> 40.000
4	Công ty TNHH MTV lợn giống Dabaco Hải Phòng	Trại Viên, Lưu Kiếm, Thủy Nguyên, Hải Phòng	2.200 lợn nái	60.000
5	Công ty TNHH lợn giống Dabaco Hà Nam	Thượng Vỹ, Nhân Chính, Lý Nhân, Hà Nam	3.200 lợn nái	90.000
6	Công ty TNHH lợn giống Dabaco Phú Thọ	Xã Tề Lễ, huyện Tam Nông, tỉnh Phú Thọ	4.800 lợn nái	>70.000
7	Công ty TNHH Dabaco Tuyên Quang	Định Trung, Phúc Ứng, Sơn Dương, Tuyên Quang	2.000 lợn nái	60.000
8	Công ty TNHH ĐT&PT chăn nuôi lợn Dabaco	Cụm CN Lạc Vệ, Tiên Du, Bắc Ninh	12.000 lợn nái	>300.000
9	Công ty TNHH MTV gà giống Dabaco	Km6, Quốc lộ 38, xã Lạc Vệ, huyện Tiên Du, T. Bắc Ninh	> 350.000 gà giống	25-30 triệu giống gà màu các loại
10	Trung tâm nghiên cứu gà 9 cựa	Hương Vân, xã Lạc Vệ, huyện Tiên Du, T. Bắc Ninh		
11	Trung tâm gà giống gốc Yên Thế	Bản Rừng Dài, Tam Tiến, Yên Thế, Bắc Giang		
12	Khu chăn nuôi gà giống bố mẹ	Nội Viên, Lạc Vệ, Tiên Du, Bắc Ninh		
13	Công ty TNHH Dabaco Bình Phước	Suối Đồi, Tân Hưng, Đồng Phú, Bình Phước	350.000 gà bố mẹ	
14	Nhà máy sản xuất con giống gia cầm Dabaco	Hiền Vân, Lạc Vệ, Tiên Du, Bắc Ninh		38 triệu
15	Công ty TNHH ĐT&PT chăn nuôi gia công	Lạc Vệ, Tiên Du, Bắc Ninh		

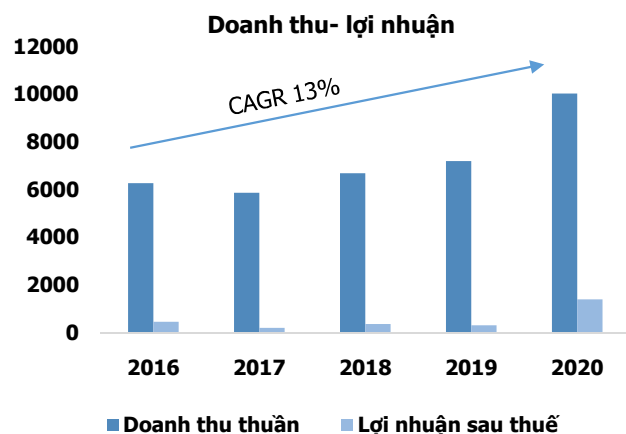
(Nguồn: DBC)

(MUA; Giá mục tiêu: VND75.800)

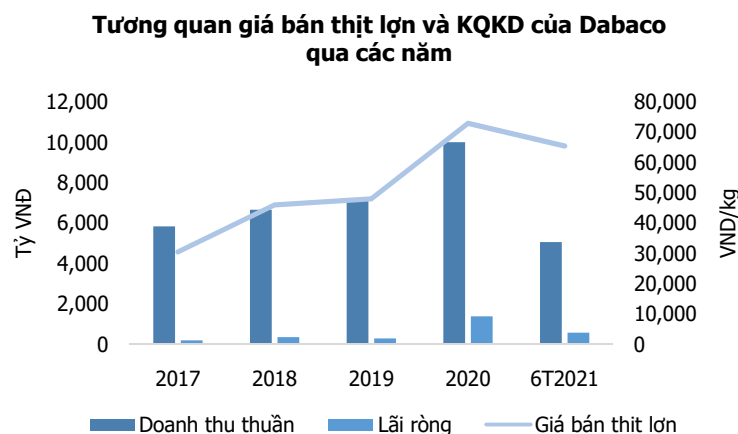
...với KQKD duy trì đà tăng trưởng cao trên nền sức khỏe tài chính ổn định

- **KQKD 2020 tăng trưởng ấn tượng sau đợt dịch tả lợn châu Phi năm 2019.** Năm 2020, DBC ghi nhận doanh thu tăng mạnh 39,4% n/n so với mức nền thấp của năm 2019 trong bối cảnh (i) ngành chăn nuôi phục hồi sau khi chịu ảnh hưởng nặng nề của dịch tả lợn châu Phi năm 2019, (ii) giá bán thịt lợn bình quân tăng 52% n/n, và (iii) đóng góp từ mảng đầu thực vật khi Nhà máy ép dầu thực vật chính thức đi vào hoạt động từ năm 2019 và nhãn hiệu dầu ăn COBA được ra mắt trên thị trường từ Q3 2019. Lãi ròng tăng 459% n/n nhờ biên LN gộp cải thiện đáng kể với 25,5%, cao hơn mức 16,2% của năm 2019.
- **Nợ vay đang có xu hướng giảm dần.** Tính đến hết tháng 6/2021, tổng tài sản của DBC tăng 5,1% lên 10.604 tỷ đồng. Trong đó, chủ yếu là hàng tồn kho và tài sản cố định, chiếm lần lượt ~39% và 42,4% tổng tài sản. Điều này là hoàn toàn phù hợp với một đơn vị có nhiều mặt hàng sản xuất kinh doanh và quy mô lớn với nhiều công ty con. Trong khi đó, tỷ lệ nợ vay trên tổng tài sản, tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu đều giảm so với năm 2020, lần lượt đạt ~28% và 63%.
- **Khả năng sinh lời ở mức khá cao** với biên LN gộp và ROE dao động bình quân ~20%, tuy nhiên cần lưu ý rằng khả năng sinh lời có mức độ tương quan nhất định với diễn biến giá thịt lợn.

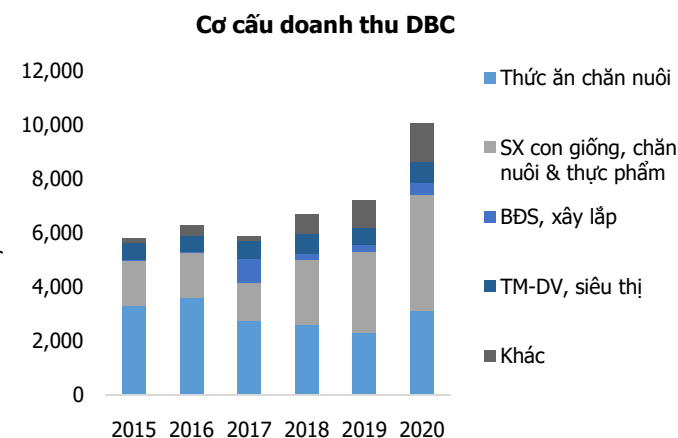
Tốc độ tăng trưởng doanh thu & LN trong giai đoạn 2016 – 2020 đạt tương ứng 13% và 33%...



... tuy nhiên dễ dàng nhận thấy KQKD của DBC có tương quan chặt chẽ với giá bán thịt lợn...



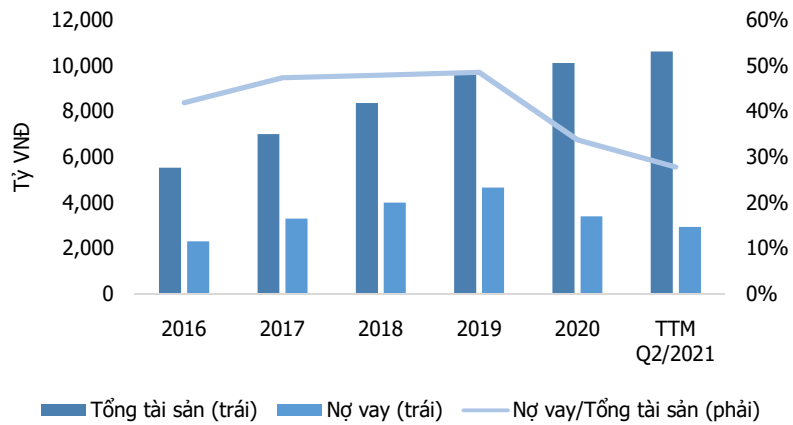
... khi hoạt động SX con giống & chăn nuôi ngày càng chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu doanh thu của DBC



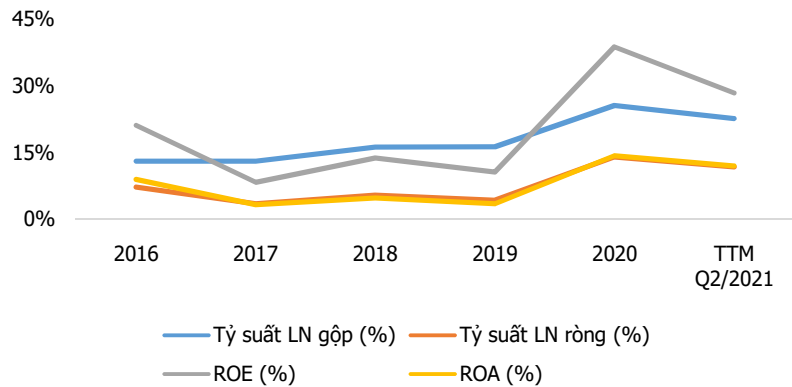
(Nguồn: DBC)

(MUA; Giá mục tiêu: VND75.800)

Cơ cấu nguồn vốn



Khả năng sinh lợi



STT	Chi tiêu	2016	2017	2018	2019	2020	30/06/2021
TĂNG TRƯỞNG							
1	Tăng trưởng doanh thu	8,0%	-6,4%	14,0%	7,7%	39,5%	5,0%
2	Tăng trưởng lợi nhuận ròng	78,5%	-55,7%	80,0%	-15,3%	358,9%	-41,1%
KHẢ NĂNG THANH TOÁN							
1	Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,2	1,0	0,9	0,9	1,1	1,1
2	Khả năng thanh toán nhanh	0,3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,3
HIỆU QUẢ SỬ DỤNG VỐN							
1	Vòng quay tổng tài sản	1,23	0,94	0,87	0,8	1,02	1,01 (*)
2	Vòng quay khoản phải thu	18,6	15,6	25,3	39,7	47,3	46,8 (*)
3	Vòng quay hàng tồn kho	2,6	2,6	2,4	2,1	2,3	2,2(*)
4	Vòng quay khoản phải trả	12,8	11,5	7,5	6,6	7,8	8,9(*)

(*): 4 quý gần nhất

(Nguồn: DBC)

(MUA; Giá mục tiêu: VND75.800)

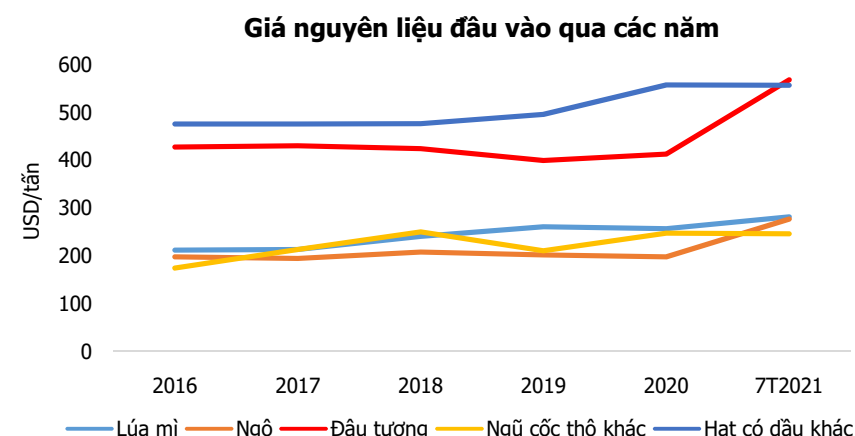
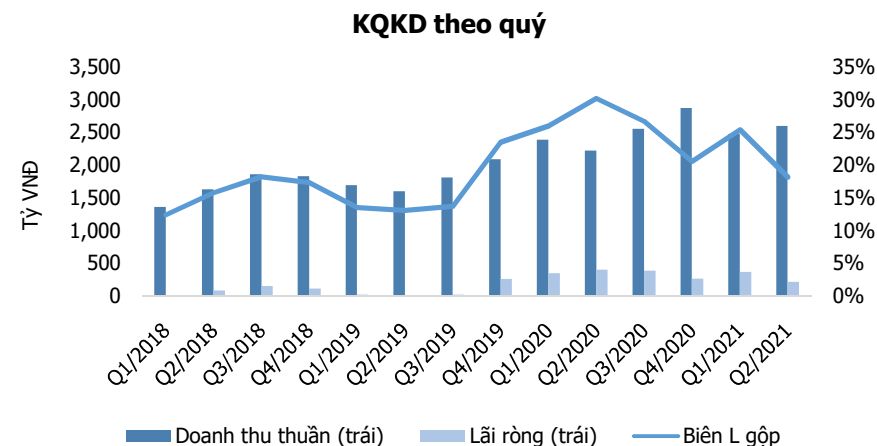
Ảnh hưởng của dịch Covid-19 khiến KQKD 1H2021 giảm so với cùng kỳ...

- **Doanh thu 1H2021 tăng 10% n/n nhưng lãi ròng giảm 23% n/n** do giá các nguyên liệu thức ăn chăn nuôi tăng mạnh so với cùng kỳ, đặc biệt là các nguyên liệu thuộc nhóm ngũ cốc. Biên LN gộp trong Q2 2021 giảm còn 18%, thấp hơn mức 30% cùng kỳ năm ngoái.

Lũy kế 6T2021, biên LN gộp của DBC giảm mạnh từ 28% trong 1H2020 xuống còn 21,7% khi (i) giá ngô và giá đậu tương tăng lần lượt 73,5%YTD và 65,7%YTD, kéo theo giá thức ăn chăn nuôi tăng 10% - 15%YTD trong 1H2021, và (ii) giá lợn hơi và giá gà giống giảm từ 18% - 20% YTD trong bối cảnh nhập khẩu tăng, sản xuất phục hồi trong khi nhu cầu giảm do chịu tác động từ dịch bệnh.

Chúng tôi kỳ vọng giá heo hơi sẽ phục hồi trở lại trong quý cuối năm khi dịch bệnh được kiểm soát, thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ. Tuy nhiên, giá sẽ khó tăng đột biến.

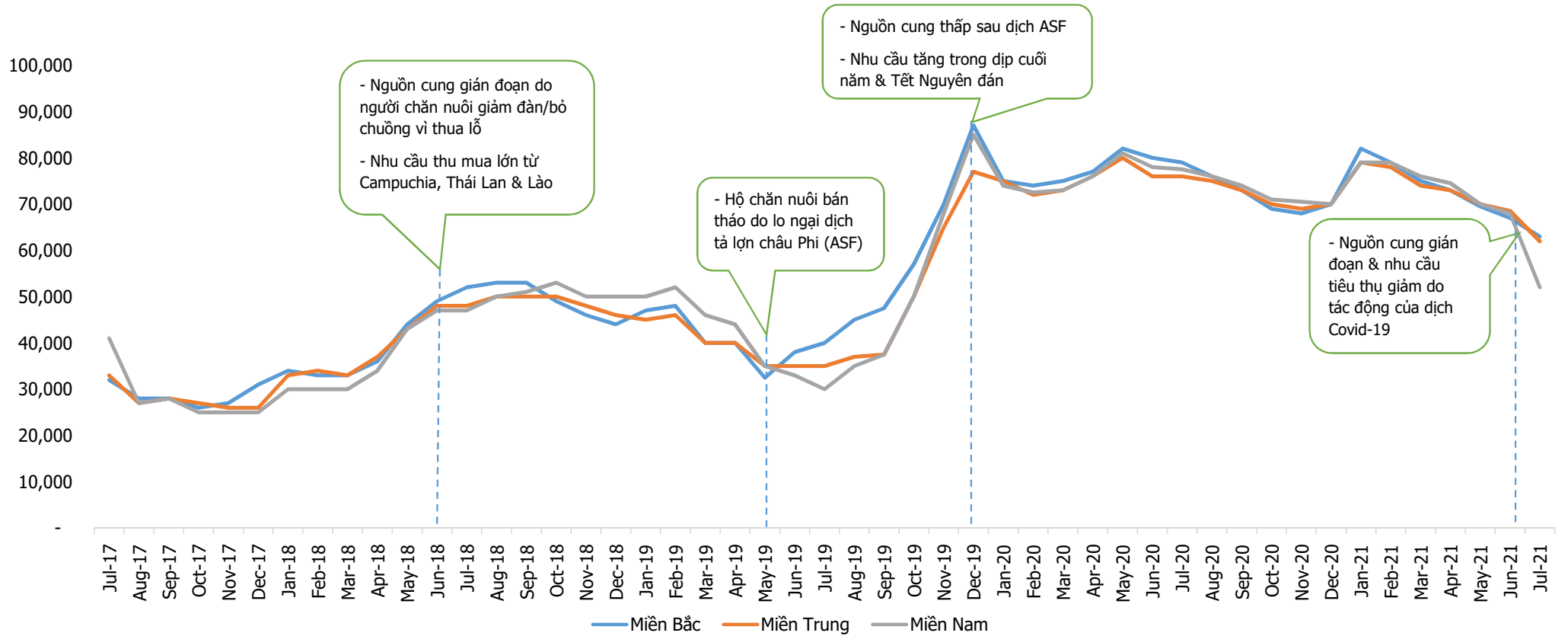
- **Tiến độ bàn giao dự án bất động sản Lotus Center chậm hơn dự kiến** do dịch bùng phát tại Bắc Ninh trong những tháng đầu năm. Doanh thu từ hoạt động kinh doanh BDDS và dịch vụ xây lắp trong 1H2021 chỉ đạt ~37 tỷ đồng, thấp hơn nhiều so với mức 151 tỷ đồng được ghi nhận trong 1H2020.
- **Cục Chăn nuôi dự báo giá các nguyên liệu thức ăn chăn nuôi sẽ tiếp tục tăng trong thời gian tới** do (i) tồn kho vụ cũ và diện tích trồng ngô, đậu tương vụ mới của Mỹ đều thấp hơn dự kiến, và (ii) nhu cầu ngô sản xuất ethanol của Mỹ tăng cao, khiến nguồn cung ngô dùng cho chăn nuôi bị hạn chế.
- **Giá thịt lợn vẫn đang trong đà giảm** với bình quân ~55.000 đồng/kg, giảm >30% YTD, và là mức thấp kỷ lục từ cuối tháng 10/2019 trước tác động của dịch Covid-19 làm đứt gãy chuỗi cung ứng & tiêu thụ sản phẩm. Sản phẩm vật nuôi ứ đọng, dư thừa, phải bán tháo để giảm chi phí, hạn chế dịch bệnh trong khi nhu cầu tiêu thụ sản phẩm được cho là sẽ giảm so với nửa đầu năm.



(Nguồn: DBC, OECD – FAO)

(MUA; Giá mục tiêu: VND75.800)

Biến động giá thịt lợn hơi (VND/kg)



(Nguồn: MBS Research)

(MUA; Giá mục tiêu: VND75.800)

...tuy nhiên triển vọng tăng trưởng vẫn tích cực trong trung và dài hạn gắn liền với triển vọng của ngành chăn nuôi...

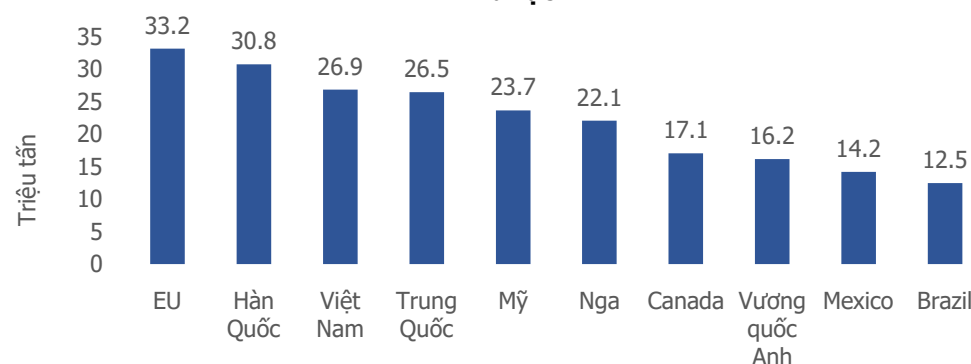
- **Việt Nam có khả năng sẽ vươn lên vị trí thứ 2 châu Á về tiêu thụ thịt lợn (theo OECD).** Việt Nam tiếp tục là một trong số những nước tiêu thụ thịt lợn bình quân đầu người hàng đầu thế giới, đứng thứ ba ở châu Á sau Trung Quốc và Hàn Quốc và được dự báo sẽ vươn lên vị trí thứ 2 vào cuối năm 2021. Sự phát triển của ngành chăn nuôi lợn thịt Việt Nam là động lực chính của ngành TACN trong nước. Mặc dù giá thịt lợn có nhiều áp lực giảm, nhưng vẫn ở mức rất cao so với năm trước.

Với mức giá có lợi này, nông dân có động lực để khởi động lại DN và các trang trại thương mại để xây dựng lại đàn lợn của họ bằng các biện pháp an toàn sinh học tốt trong điều kiện có khả năng dịch tả tái phát.

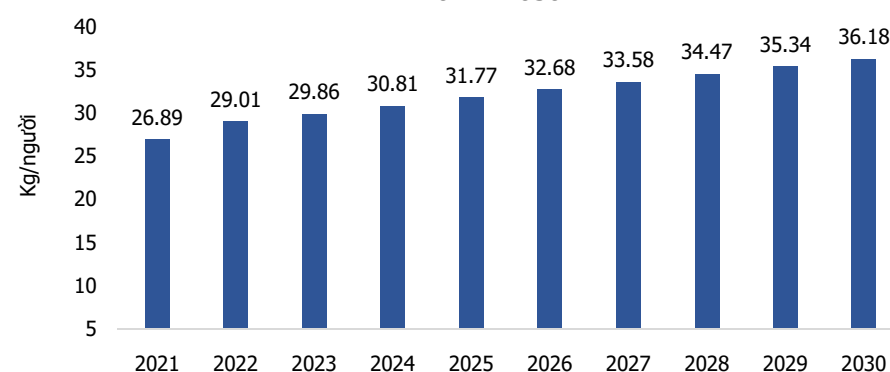
- **Sản lượng thịt heo trong nước 2021 dự báo tăng nhẹ nhờ sự phục hồi sau ASF và Covid-19.** Sản lượng thịt heo dự kiến tăng lên 4 triệu tấn vào năm 2025, trước khi đạt mức 4,7 triệu tấn vào năm 2030, tương ứng với tốc độ tăng trưởng bình quân năm 3,1% trong giai đoạn 2021 – 2030. Trong giai đoạn 10 năm tới đây, ngành chăn nuôi heo được định hướng phát triển với các giống cao sản theo hướng trang trại công nghiệp, đồng thời mở rộng quy mô đàn heo chăn nuôi theo hướng hữu cơ, truyền thống với các giống heo bản địa, heo lai giữa giống cao sản và giống bản địa. Đến năm 2030, tổng đàn heo sẽ thường xuyên được duy trì ở mức từ 29 – 30 triệu con, trong đó đàn heo nái từ 2,5 đến 2,8 triệu con; đàn heo được nuôi trang trại, công nghiệp chiếm trên 70%, theo dự thảo Chiến lược phát triển chăn nuôi giai đoạn 2020-2030, tầm nhìn 2040 của Bộ NN&PTNT.

- **Đối với thị trường gia cầm, sản lượng tiêu thụ trong 10 năm tới tại Việt Nam được dự báo đạt mức tăng trưởng bình quân 2,9%/năm (OECD).** Xu hướng tiêu thụ gia cầm trên thực tế vẫn tiếp tục gia tăng tại nhiều quốc gia trên thế giới. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng, giá gia cầm trong nước đang chứng kiến xu hướng giảm trong bối cảnh dịch bệnh phức tạp & giá TACN tăng cao.

Sản lượng tiêu thụ thịt lợn dự báo đến cuối năm 2021 của một số khu vực



Sản lượng tiêu thụ bình quân đầu người của Việt Nam giai đoạn 2021 - 2030



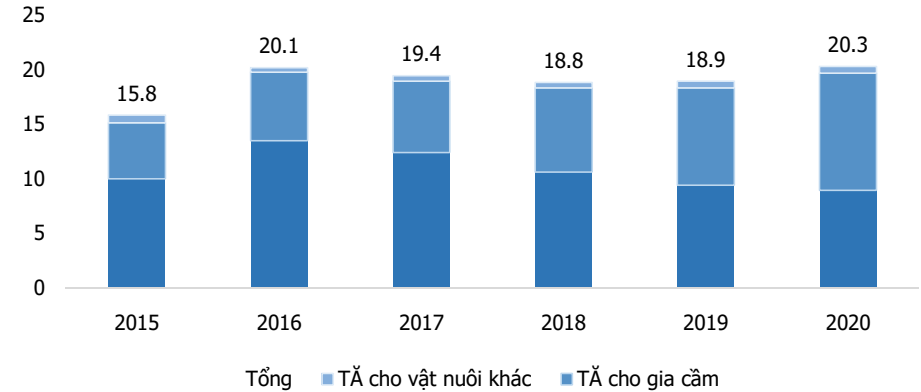
(Nguồn: OECD - FAO)

(MUA; Giá mục tiêu: VND75.800)

... và thức ăn chăn nuôi...

- **Ngành thức ăn chăn nuôi có tốc độ tăng trưởng tương đối cao.** Cụ thể, sản lượng thức ăn chăn nuôi cả nước chỉ đạt 8,5 triệu tấn vào năm 2008 nay đã tăng lên mức 20,5 triệu tấn vào năm 2020 với tốc độ tăng trưởng bình quân vào khoảng 7,6%/năm.
Về công suất sản xuất, tổng công suất lắp đặt đã tăng từ 12 triệu tấn (năm 2008) lên 40 triệu tấn (năm 2020). Các yếu tố trên giúp Việt Nam đứng thứ 10 thế giới về sản lượng thức ăn chăn nuôi sản xuất công nghiệp. Trong thời gian tới, cùng với đà phát triển dân số và thu nhập của người dân, **quy mô thị trường thức ăn chăn nuôi của Việt Nam được dự báo sẽ tăng trưởng 5,06%/năm, từ mức 9,124 tỷ USD vào năm 2019 lên 12,27 tỷ USD vào năm 2025, theo USDA.**
- Sản lượng thức ăn chăn nuôi công nghiệp 6T2021 tăng 5,7% n/n, đạt tương ứng ~10,3 triệu tấn, trong đó thức ăn cho lợn đạt 5,1 triệu tấn, tăng 29,7% so với cùng kỳ 2020; thức ăn cho gia cầm đạt 4,6 triệu tấn, giảm 9,6% so với cùng kỳ 2020.
- **Tổng kim ngạch xuất khẩu sản phẩm chăn nuôi 6T2021 tăng 9,2% n/n lên 196,8 triệu USD** (trong tổng kim ngạch xuất khẩu ngành nông nghiệp là 24,23 tỷ USD). Trong đó, thịt và phụ phẩm dạng thịt và phụ phẩm ăn được sau giết mổ của động vật đạt 54,6 triệu USD (+30,8% n/n). Số liệu này chưa tính kim ngạch xuất khẩu nguyên liệu và thức ăn cho gia súc, gia cầm.
- **DBC lọt Top 10 Công ty thức ăn chăn nuôi uy tín trong năm 2020 với 9 nhà máy TĂCN.** Thống kê của Bộ Nông nghiệp & Phát triển nông thôn cho biết, hiện nay ở Việt Nam có khoảng 265 nhà máy sản xuất thức ăn chăn nuôi, trong đó có 85 nhà máy thuộc doanh nghiệp nước ngoài (chiếm tỷ lệ 32%), 180 nhà máy thuộc doanh nghiệp trong nước (chiếm 68%). Việc lọt vào Top 10 khẳng định vị thế của DBC trong ngành sản xuất TĂCN trong bối cảnh các DN nước ngoài chiếm 65% thị phần.

Sản lượng TĂCN theo nhóm vật nuôi (triệu tấn)



(Nguồn: Cục Chăn nuôi, Vietnam Report)

(MUA; Giá mục tiêu: VND75.800)

... bên cạnh chủ trương đầu tư mở rộng quy mô đàn lợn và các dự án khác của DBC

- **DBC đang lên kế hoạch mở rộng quy mô đàn lợn** với 4 dự án tại các tỉnh Bình Phước, Hòa Bình, Thanh Hóa và Phú Thọ, nâng tổng công suất thiết kế lên 56%, đạt tương ứng ~48.500 con nái. Sản lượng lợn thương phẩm ước tính đạt >900.000 con/năm, tăng tương ứng 31% so với hiện tại. Các dự án này sẽ giúp Tập đoàn đáp ứng được nhu cầu về thịt sạch ngày càng tăng hiện nay. Thời điểm dự kiến đi vào hoạt động của các dự án mới là vào 2 quý cuối năm 2022.
- **Đầu tư mở rộng Nhà máy dầu thực vật GD2.** Sau hơn 1 năm ra mắt thương hiệu Dầu ăn COBA – UMI, người tiêu dùng đã đón nhận và đánh giá tích cực. Đây là nhà máy dầu đầu tiên của cả nước vừa ép dầu thô vừa tinh luyện dầu ăn, cùng công nghệ và thiết bị nhập khẩu từ châu Âu. Đồng thời, đây cũng là nguồn nguyên liệu tươi, sạch, an toàn, đảm bảo chất lượng và chủ động về nguyên liệu đầu vào cho Nhà máy TACN. DBC dự kiến triển khai đầu tư mở rộng NM dầu GD2 do giai đoạn 1 đã chạy 90% 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 hoàn tất vào Q4 2022.
- **Nguồn thu của DBC sẽ được bổ sung nhờ mảng đầu tư BĐS.** Dự án Lotus Central của Tập đoàn được triển khai trong tháng 4/2019 với tổng mức đầu tư 545 tỷ đồng, tổng diện tích đất 6.025 m2, quy mô 1 toà nhà cao 15 tầng, 288 căn hộ và 19 căn shophouse. Theo ban lãnh đạo, dự án hiện đang trong giai đoạn hoàn thiện và sẽ mang lại khoản doanh thu 845 tỷ đồng.

Kế hoạch mở rộng nhà máy

STT	Dự án	Công suất thiết kế	Cung cấp thương phẩm (con/năm)	Mức đầu tư dự kiến (tỷ VNĐ)
1	Khu chăn nuôi lợn giống & thương phẩm ứng dụng công nghệ cao – Bình Phước	5.300 lợn nái	70.000	650
2	Khu chăn nuôi lợn giống & thương phẩm ứng dụng công nghệ cao – Hòa Bình	5.300 lợn nái	70.000	505
3	Khu chăn nuôi lợn giống & thương phẩm ứng dụng công nghệ cao – Thanh Hóa	5.600 lợn nái	77.400	655
4	Khu chăn nuôi - Tam Nông, Phú Thọ	1.200 lợn nái 10.000 lợn hậu bị giống		228
5	Khu chăn nuôi lợn công nghệ cao – Quảng Ninh			600 -700
6	Nhà máy ép dầu	1.000 tấn hạt/ngày		650 - 700

(Nguồn: DBC)

(MUA; Giá mục tiêu: VND75.800)

Mô hình dự phóng

Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận trước thuế của DBC năm 2021 đạt lần lượt 10.340 tỷ đồng và 1.046 tỷ đồng, tương ứng 103% và 75% kết quả thực hiện 2020, dựa trên các giả định:

- Sản lượng thức ăn chăn nuôi tiêu thụ tăng 6% n/n khi công tác tái đàn lợn được đẩy mạnh trên cả nước, đặc biệt trong 6 tháng đầu năm. Chúng tôi lưu ý rằng sản lượng TĂCN trong nửa cuối năm có thể giảm do dịch ASF vẫn xuất hiện tại 1 số địa phương trong khi giá thức ăn chăn nuôi liên tục tăng cao, ảnh hưởng đến quá trình chăn nuôi, làm chậm lại nỗ lực khôi phục đàn lợn.
- Giá bán bình quân đối với sản phẩm TĂCN tăng ~30% n/n khi giá nguyên vật liệu đầu vào (ngô, đậu nành, lúa mì...) tăng cao và được dự báo sẽ duy trì xu hướng tăng đến cuối năm do các thông tin về tồn kho vụ cũ và diện tích trồng ngô, đậu tương vụ mới của Mỹ đều thấp hơn dự kiến, đồng thời do nhu cầu ngô sản xuất ethanol của Mỹ tăng cao dẫn tới hạn chế nguồn cung ngô dùng cho chăn nuôi.
- Hoạt động sản xuất con giống, chăn nuôi & chế biến thực phẩm gặp khó trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ yếu hơn trước diễn biến của dịch Covid-19 khi sản lượng tiêu thụ và giá bán bình quân ước tính giảm tương ứng 10% và 20% n/n.
- Công tác bàn giao và ghi nhận doanh thu từ dự án Lotus bị gián đoạn do bùng phát dịch tại Bắc Ninh trong nửa đầu năm. Chúng tôi ước tính doanh thu ghi nhận từ dự án này trong năm 2021 khoảng 700 tỷ đồng, phần còn lại (145 tỷ đồng) sẽ được ghi nhận trong năm 2022.
- Biên LN gộp giảm khá từ 25,5% trong năm 2020 xuống còn 20,6% trong năm 2021 nguyên nhân chủ yếu do giá bán thịt lợn giảm mạnh & chi phí nguyên liệu cao hơn so với cùng kỳ.

Cho năm 2022, chúng tôi ước tính doanh thu giảm 6% trong khi LNST giảm 22% so với dự phóng 2021 trên cơ sở giả định (i) Hoạt động kinh doanh BĐS không ghi nhận doanh thu đột biến, (ii) giá bán TĂCN giảm 15% nhờ chi phí NVL đầu vào giảm mạnh, và (iii) giá thịt lợn chỉ tăng nhẹ khi cung – cầu trở lại cân bằng.

Lưu ý rằng biên LN trong 2 năm 2022 và 2023 sẽ tiếp tục giảm trước khi tăng trở lại từ năm 2024 do (i) giá thịt lợn bình ổn khi cung – cầu trở lại cân bằng, quanh mức 70.000 – 75.000 VNĐ/kg, (ii) giá TĂCN năm 2022 và 2023 tiếp tục giảm nhẹ khi giá NVL đầu vào ở mức thấp hơn so với mặt bằng cao của năm 2021 trong bối cảnh dịch bệnh được kiểm soát hoàn toàn, hoạt động nuôi trồng nông sản được khôi phục.

Màng dầu ăn và SX con giống, chăn nuôi sẽ ghi nhận tăng trưởng cao hơn trong năm 2023 khi các nhà máy mới của DBC đi vào hoạt động.

Định giá

Chúng tôi xác định **giá mục tiêu 12 tháng** của cổ phiếu DBC vào khoảng **VND75.800** dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền. Mức giá mục tiêu tương ứng P/E forward khoảng 12,7 lần (theo EPS 2022F khoảng VND5.963).

Liên hệ Khôi Nghiên cứu:

Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Quỳnh Hoa

Email: hoa.nguyenquynh@mbs.com.vn

Người kiểm soát: Trần Hoàng Sơn

Email: Son.tranhoang@mbs.com.vn

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	$\geq 15\%$
GIỮ	Từ -15% đến $+15\%$
BÁN	$\leq -15\%$

MBS RESEARCH | TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

MBS HỘI SỞ

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

Tel: +84 24 7304 5688 - Fax: + 84 24 3726 2601

Webiste: www.mbs.com.vn

Hotline: **+84 24 3755 6688**