

Đẩy mạnh chuỗi giá trị 3F

Khuyến nghị: Mua

Mã Tuấn Minh Hiền (PTCB)

hienmtm@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	71,275
Giá đóng cửa	54,000
+Upside	32.0%
+Tỉ lệ cổ tức	4.6%
Tổng Upside	36.6%

Nguyễn Tiến Đức (PTKT)

ducnt@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	80,650
Giá cut loss	46,120

Dữ liệu thị trường

Số lượng cp (tr cp)	104.76
Vốn hóa (tỷ đồng)	5,657.3
Giá cao nhất 52 tuần	46,800
KLGD TB20 phiên (k cp)	3,457
Sở hữu nước ngoài	26.63%

Cổ đông lớn

Nguyễn Như So	18.3%
Fraser Investment H.	8.7%
CTCP CK SSI	7.0%

Diễn biến giá (1 năm)



Tổng quan công ty

Dabaco là doanh nghiệp hàng đầu trong ngành công – nông nghiệp của tỉnh Bắc Ninh. Sản phẩm thức ăn chăn nuôi của Công ty luôn nằm trong danh sách các sản phẩm thức ăn chăn nuôi đứng đầu của Việt Nam, cạnh tranh trực tiếp với sản phẩm của các doanh nghiệp nước ngoài (CP, PROCONCO,...).

Các báo cáo khác [\(link\)](#)

Định Giá:

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** mã cổ phiếu DBC với giá mục tiêu **71,275 VND/CP** cho năm 2020 dựa theo phương pháp PE với PE mục tiêu là 4.5x (mức trung bình PE 6 năm trong giai đoạn giá heo ổn định khoảng 40,000-50,000 VND/kg). Hiện tại, DBC đang giao dịch với mức PE TTM là 7.93x thấp hơn mức PE trung vị ngành 3F là 19.45x.

Dự báo KQKD DBC 2020F:

BSC dự báo KQKD DBC DTT và LNST&CDTT 2020F lần lượt đạt **9,868 tỷ đồng (+37.3% Y/Y)** và **1,466 tỷ đồng (+381% yoy)**, tương đương, **EPS FW 2020F (đã trừ Quý KT&PL) đạt 15,839 VND/CP, P/E FW = 3.35x**. Chúng tôi lưu ý LNST năm 2021 có thể sẽ điều chỉnh còn 500-600 tỷ đồng do nguồn cung thịt lợn tăng lên khiến giá heo giảm về 50-70 ngàn/kg.

Catalys: Giá thịt lợn tăng kỷ lục giúp DBC hưởng lợi trong nửa đầu năm 2020.

Rủi Ro: (1) Giá thịt lợn sẽ khó duy trì ở mức cao trong nửa cuối năm 2020-2021 do nguồn cung thịt lợn sẽ tăng lên nhờ việc tái đàn trong dân; (2) Dịch tả lợn châu AFS có thể bùng phát trở lại nếu không được kiểm soát tốt; (3) Nhu cầu mua tích trữ thực phẩm thiết yếu sẽ giảm bớt sau khi dịch COVID-19 qua đi; (4) Phải thu ngắn hạn và hàng tồn kho đang có dấu hiệu tăng lên lần lượt là 80.2% và 15.8% trong Q1/2020.

Cập nhật KQKD Quý 1/2020 (tiếp tục trang 2):

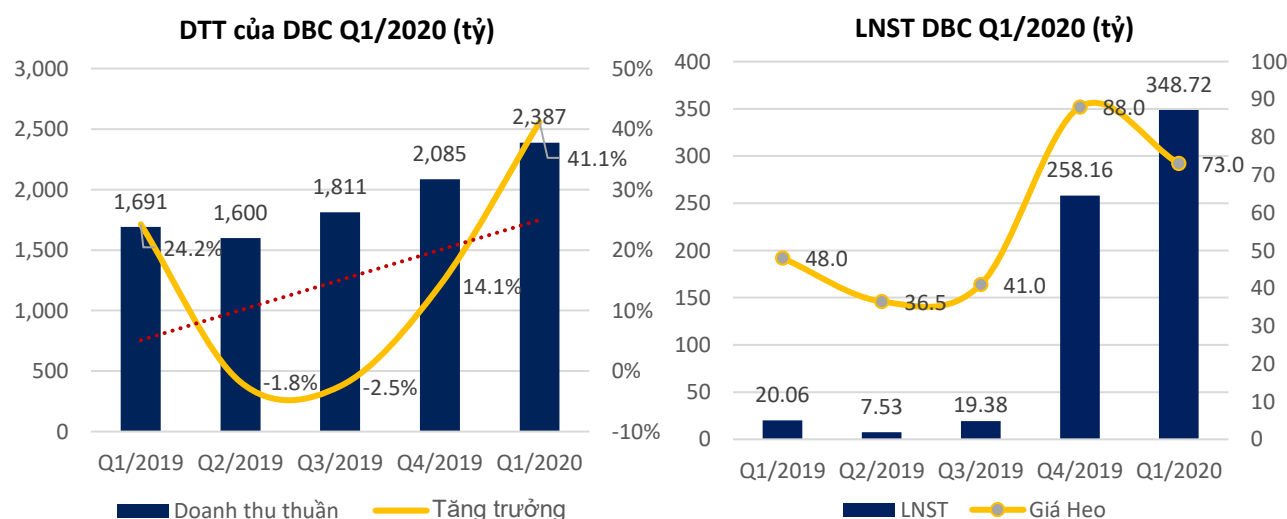
DTT và LNST của DBC trong Quý 1/2020 đạt lần lượt là 2,386.76 tỷ đồng (+41% YoY) và 348.7 tỷ đồng (+1,638% YoY). Qua đó, DBC hoàn thành 18.1% kế hoạch doanh thu và 76.3% kế hoạch LNST.

1. Động lực tăng trưởng doanh thu chính của Dabaco tới từ các mảng kinh doanh 3F: (1.1) Mảng Thức ăn-Chăn nuôi-Chế biến ("3F"): DT đạt 2,112 tỷ đồng (+33.5% YoY) chiếm tỷ trọng 85.6%. (1.2) Mảng thương mại dịch vụ, siêu thị, khách sạn và nhà hàng ("HORECA"): DT Q1/2020 đạt 219 tỷ đồng (+8.9% YoY) và chiếm tỷ trọng 20%. (1.3) Mảng dịch vụ bất động sản và hợp đồng xây dựng: DT Q1/2020 đạt 136.2 tỷ đồng, tăng +2,849% YoY.

2. Cải thiện biên lợi nhuận nhờ giá thịt lợn tăng và giảm tỷ lệ thuế TNDN: (2.1) Biên gộp DBC tăng lên 25.1% trong Q1/2020 (Q1/2019: 12.9%) nhờ lợi nhuận mảng 3F cải thiện do giá thịt heo tăng mạnh. (2.2) LNST tăng đột biến lên 348.72 tỷ đồng (+1639% YoY) nhờ tối ưu hóa chi phí SG&A và tỉ lệ thuế TNDN giảm do ưu đãi thuế.

3. Kế hoạch tăng trưởng trong 2020-2025: DBC đạt kế hoạch 2020 với DT và LNST lần lượt là 13,203 tỷ đồng và 457 tỷ đồng.

Cập nhật KQKD Quý 1/2020: DTT và LNST của DBC trong Quý 1/2020 đạt lần lượt là **2,386.76 tỷ đồng (+41% YoY)** và **348.7 tỷ đồng (+1,638% YoY)**. Qua đó, DBC hoàn thành **18.1%** kế hoạch doanh thu và **76.3%** kế hoạch LNST.



Bảng: Cơ cấu doanh thu của Dabaco (Lưu ý BCTC Q1/2020 DBC không tách cơ cấu DT như các quý trước).

Doanh thu DBC (Đơn vị: Tỷ đồng)	Q1/2019	Q2/2019	Q3/2019	Q4/2019	Q1/2020
Tổng Doanh thu	1,769.37	1,668.78	1,885.01	2,165.79	2,467.31
%YoY	22.94%	-1.81%	-3.27%	14.29%	39.45%
Tổng mảng 3F	1,582.13	1,437.19	1,488.34	2,088.81	2,112.07
%W	89.42%	86.12%	78.96%	96.45%	85.60%
%YoY	29.35%	-1.66%	-11.90%	23.25%	33.50%
TANC	809.74	796.20	729.25	706.70	#NA
%W	45.76%	47.71%	38.69%	32.63%	
%YoY	22.17%	11.05%	-21.29%	-29.71%	
Con giống	208.55	390.75	(37.77)	288.48	#NA
%W	11.79%	23.42%	-2.00%	13.32%	
%YoY	60.30%	86.71%	-112.96%	54.00%	
Nuôi lợn thịt, SX chế biến trứng	463.59	139.68	699.05	821.70	#NA
%W	26.20%	8.37%	37.08%	37.94%	
%YoY	27.26%	-67.19%	72.05%	101.61%	
SX bao bì, ép dầu thực vật	100.25	110.56	97.81	271.93	#NA
%W	5.67%	6.63%	5.19%	12.56%	
%YoY	52.12%	0.98%	50.06%	187.97%	
Tổng thương mại	182.62	220.83	151.77	60.50	219.021
%W	10.32%	13.23%	8.05%	2.79%	8.88%
%YoY	3.29%	-2.30%	-34.83%	-56.27%	19.93%
Thương mại, Dịch vụ, siêu thị, khách sạn, nhà hàng	178.51	215.83	146.61	55.55	#NA
%W	10.09%	12.93%	7.78%	2.56%	
%YoY	4%	-2%	-36%	-58%	
Bán xăng dầu	4.11	5.00	5.16	4.95	#NA
%W	0.23%	0.30%	0.27%	0.23%	
%YoY	-9%	0%	-3%	0%	
KD dịch vụ BĐS, HD xây dựng	4.62	10.76	244.90	16.48	136.22
%W	0.26%	0.64%	12.99%	0.76%	5.52%
%YoY	-88.24%	-11.44%	825.55%	-73.39%	2848.48%

Nguồn: DBC

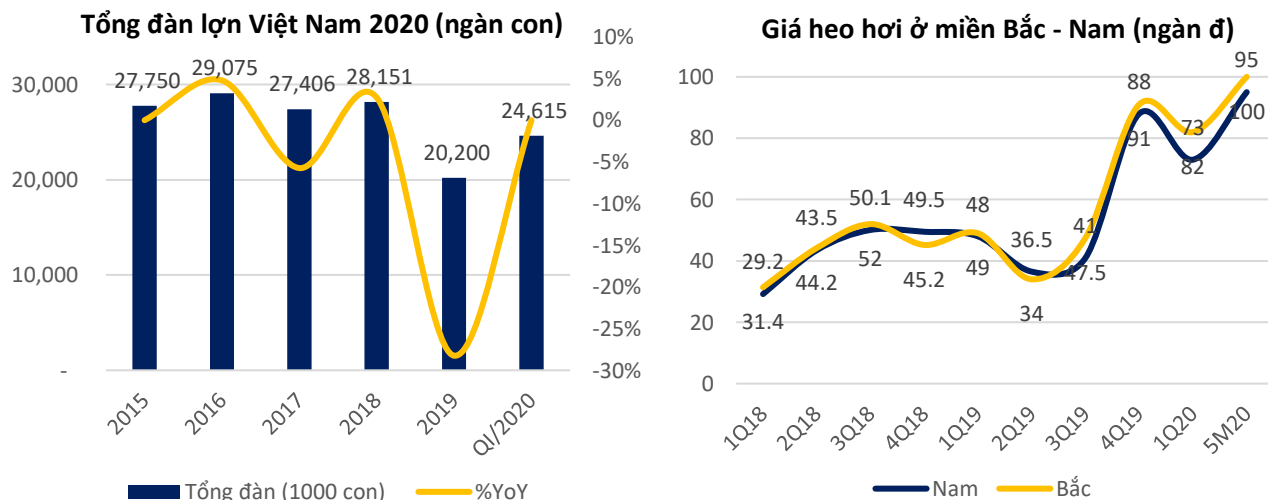
1. Động lực tăng trưởng doanh thu chính của Dabaco tới từ các mảng kinh doanh 3F:

1.1. Mảng Thức ăn-Chăn nuôi-Chế biến ("3F"): DT đạt 2,112 tỷ đồng (+33.5% YoY) chiếm tỷ trọng 85.6%. Chúng tôi cho rằng tăng trưởng mảng 3F chủ yếu tới từ mảng thức ăn chăn nuôi ("TANC") và Mảng nuôi lợn thịt & sản xuất chế biến trứng với DT chiếm tỷ trọng lớn lần lượt là 45-46% và 25-26% trên tổng DT. DBC hiện chủ trương tăng cường sản xuất các sản phẩm thiết yếu và đưa vào hoạt động các dự án Nhà máy chế biến trứng gà ăn liền DeVİ, khu chăn nuôi gà giống và nhà máy TANC tại Bình Phước và Nhà máy dầu thực vật Dabaco,... từ đó tăng được công suất sản xuất cho DBC và đóng góp tăng trưởng quan trọng trong 2020.

DBC đầu tư xây dựng các dự án mở rộng quy mô ngành chăn nuôi trong 2020. Trước tình hình đàn lợn cả nước Việt Nam giảm mạnh do ảnh hưởng của dịch tả lợn châu Phi ("AFS"), DBC đang đầu tư mở rộng quy mô đàn lợn với 3 dự án chính trong 2020: **(1)** Tổ hợp chăn nuôi SX lợn giống và lợn thương phẩm tại Bình Phước với quy mô: 5,300 con nái và 70,000 con thương phẩm; **(2)** Khu chăn nuôi lợn giống và thương phẩm tại tỉnh Hòa Bình với quy mô tương đương Bình Phước; **(3)** Khu chăn nuôi lợn tại Thanh Hóa với quy mô 5,600 con nái và 77,400 con thương phẩm. Từ đó, tổng sản lượng đàn lợn của DBC dự kiến tăng lên 47 ngàn con nái (+53% YoY) trong 2020, và BLĐ DBC ước tính quy mô đàn lợn Q2/2020 tăng khoảng 15% YTD.

Sản lượng thịt lợn xuất chuồng dự kiến đáp ứng được nhu cầu của người dân trong nửa cuối năm 2020. Năm 2019, tổng đàn lợn Việt Nam đạt 20.2 triệu con (giảm 22-28% YoY) dưới tác động của dịch AFS, tuy nhiên khi bộ nông nghiệp kiểm soát được dịch cuối 2019 thì việc tái đàn cả nước đang dần trở lại với tổng đàn đã tăng 4.6 triệu con vào T4/2020. Bên cạnh đó, đàn lợn cần 5-6 tháng để đạt đủ số ký xuất chuồng vì thế số lượng lợn thịt sẽ tăng lên trong Q3-Q4/2020. Theo bộ Nông nghiệp, sản lượng xuất chuồng Q1/2020 đạt 811 ngàn tấn, dự kiến tăng lên 900 ngàn tấn vào Q2/2020, 1 triệu tấn vào Q3/2020 và 1.1 triệu tấn vào Q4/2020; nhu cầu lợn thịt xuất chuồng bình quân mỗi quý khoảng 920 ngàn tấn như vậy đến Q3-4 sẽ cơ bản đáp ứng được nhu cầu thịt lợn.

Dự kiến giá lợn hơi sẽ điều chỉnh giảm còn 70-80 ngàn/kg trong nửa cuối năm 2020. BSC cho rằng tổng sản lượng đàn lợn đang dần tăng lên tới cuối năm 2020 và nhập khẩu thịt lợn nước ngoài sẽ giúp điều chỉnh lại giá lợn hơi còn 70-80 ngàn/kg giảm 33% so với mức giá hiện tại hơn 100 ngàn/kg, từ đó bình ổn giá lợn thịt đáp ứng được nhu cầu của người dân.



1.2. Mạng thương mại dịch vụ , siêu thị , khách sạn và nhà hàng ("HORECA"): DT Q1/2020 đạt 219 tỷ đồng (+8.9% YoY) và chiếm tỷ trọng 9%. Chúng tôi cho rằng động lực tăng trưởng lớn của mảng này sẽ nằm ở 4 siêu thị DABACO Lý Thái Tổ, Gia Bình, Nguyễn Cao và Lạc Vệ do nhu cầu tiêu dùng sản phẩm thiết yếu của người dân tăng lên trong giai đoạn dịch COVID-19. Tuy nhiên, mảng nhà hàng và trung tâm thương mại của DABACO buộc phải đóng cửa trước chỉ thị cách ly xã hội cuối tháng 4 và đầu tháng 5/2020.

1.3. Mạng dịch vụ bất động sản và hợp đồng xây dựng: DT Q1/2020 đạt 136.2 tỷ đồng, tăng +2,849% YoY. DBC đang triển khai các dự án quan trọng đã được phê duyệt trong 2020 như sau: Dự án đường H2 theo hình thức BT đã động thổ vào ngày 24/5/2020 (đã phê duyệt kết quả trúng thầu) và các dự án đối ứng (Khu đô thị Vạn An và Khu đô thị Phong Khê, Khúc Xuyên); Dự án khu nhà ở xã hội tại TP.Bắc Ninh (tổng vốn đầu tư 303 tỷ đồng); và Khu nhà ở thị trấn Hồ (diện tích 12ha).'

2. Cải thiện biên lợi nhuận nhờ giá thịt lợn tăng và giảm chi phí thuế hiệu suất

2.1. Biên gộp DBC tăng lên 25.1% trong Q1/2020 (Q1/2019: 12.9%) nhờ lợi nhuận mảng 3F cải thiện do giá heo tăng mạnh. Lợi nhuận mảng 3F tăng lên 663.31 tỷ đồng (+142% YoY) chiếm 95% lợi nhuận gộp của DBC, tương đương BLNG đạt 31.4% +1410 bps so với cùng kỳ Q1/2019 là 17.3%. BSC cho rằng động lực cải thiện BLNG chính tới từ giá lợn hơi tăng lên 70-80 ngàn/kg (+52% YoY) trong Q1/2020. Trong Q2/2020, giá lợn hơi tiếp tục tăng cao hơn 100 ngàn/kg vì thế BLNG sẽ tiếp tục được cải thiện, tuy nhiên BSC dự kiến BLNG sẽ dần suy giảm về cuối năm 2020-2021 do giá lợn giảm. Trong 2014-2018 có 3 lần giá thịt heo tăng lên 50 ngàn VND/kg nhưng khi đạt đỉnh giá thịt heo đều quay đầu giảm mạnh về 25-30 ngàn/kg vì thế chúng tôi cho rằng năm 2021 giá thịt heo có thể giảm xuống 50,000 ngàn và ảnh hưởng tới BLNG DBC.

2.2. LNST tăng đột biến lên 348.72 tỷ đồng (+1639% YoY) nhờ tối ưu hóa chi phí SG&A và tỉ lệ thuế TNDN. (1) Tỉ lệ SG&A/DTT Q1/2020 đạt 7% giảm -110bps so với cùng kỳ Q1/2019 là 8.1% nhờ DBC tối ưu hóa được chi phí sản xuất từ mở rộng quy mô; **(2)** Tỉ lệ chi phí thuế TNDN giảm còn 6.9% so với cùng kỳ Q1/2019 là 28.5%. Thuế suất công ty sản xuất TANC là 15% , mảng sản phẩm khác là 20% và mảng chăn nuôi là ~ 5%. Tại Q1/2020, lợi nhuận mảng chăn nuôi và sản xuất thực phẩm chiếm tỷ trọng lớn vì thế giúp cho tỉ lệ thuế hiệu suất DBC giảm.

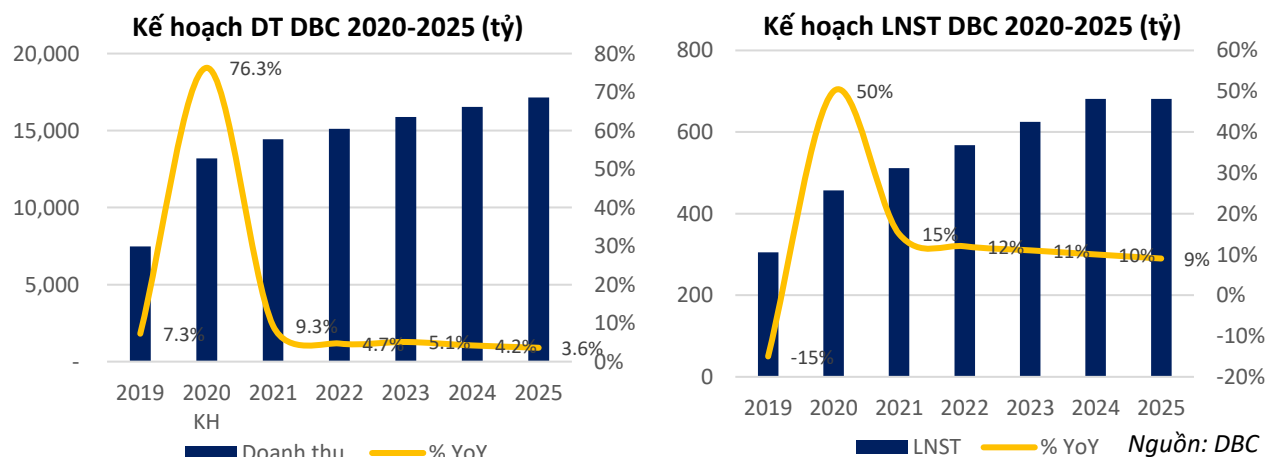
Bảng: Cơ cấu lợi nhuận gộp của DBC trong Q1/2020 (Lưu ý BCTC Q1/2020 DBC không tách cơ cấu lợi nhuận gộp như các quý trước).

Lợi nhuận gộp (Đơn vị Triệu VND)	Q1/2019	Q2/2019	Q3/2019	Q4/2019	Q1/2020
Tổng Lợi nhuận gộp	153.03	277.63	322.24	570.05	700.35
%GM	8.6%	16.6%	17.1%	26.3%	28%
%YoY	53.6%	-14.9%	-25.0%	48.2%	357.7%
Tổng mảng 3F	274.23	247.01	232.34	533.48	663.31
%GM	17.3%	17.2%	15.6%	25.5%	31.4%
%W	179.2%	89.0%	72.1%	93.6%	94.7%
%YoY	43.7%	-14.9%	-41.7%	56.1%	141.9%
TANC	222.77	217.38	208.75	203.04	#NA
%GM	27.5%	27.3%	28.6%	28.7%	
%W	145.6%	78.3%	64.8%	35.6%	
%YoY	17.8%	16.4%	-7.7%	-7.0%	
Con giống	21.36	8.57	3.52	38.56	#NA
%GM	10.2%	2.2%	-9.3%	13.4%	
%W	14.0%	3.1%	1.1%	6.8%	
%YoY	36.0%	-74.6%	-96.3%	-7.2%	
Nuôi lợn thịt, SX chế biến trứng	16.92	6.87	7.44	267.47	#NA
%GM	3.6%	4.9%	1.1%	32.6%	
%W	11.1%	2.5%	2.3%	46.9%	
%YoY	-178.8%	-87.6%	-89.6%	282.2%	
SX bao bì, ép dầu thực vật	13.18	14.19	12.63	24.41	#NA
%GM	13.1%	12.8%	12.9%	9.0%	
%W	8.6%	5.1%	3.9%	4.3%	
%YoY	75.7%	-2.5%	80.2%	104.1%	
Tổng thương mại	29.08	31.28	24.74	36.01	32.09
%GM	15.9%	14.2%	16.3%	59.5%	14.7%
%W	19.0%	11.3%	7.7%	6.3%	4.6%
%YoY	-3.6%	0.8%	-21.4%	40.3%	10.4%
Thương mại , DV , siêu thị , KS , nhà	28.84	30.84	24.39	35.63	#NA
%GM	16.2%	14.3%	16.6%	64.1%	
%W	18.8%	11.1%	7.6%	6.3%	
%YoY	-3.3%	0.5%	-21.5%	41.4%	
Bán xăng dầu	0.25	0.43	0.35	0.38	#NA
%GM	6.1%	8.6%	6.8%	7.7%	
%W	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	
%YoY	-24.2%	19.4%	-12.5%	-19.1%	
KD dịch vụ BĐS, HD xây dựng	3.26	(0.66)	65.16	0.55	4.95
%GM	70.6%	-6.1%	26.6%	3.3%	4%
%W	2.1%	-0.2%	20.2%	0.1%	0.7%
%YoY	-87.1%	-113.6%	29518.2%	-96.8%	51.8%

Nguồn: BSC

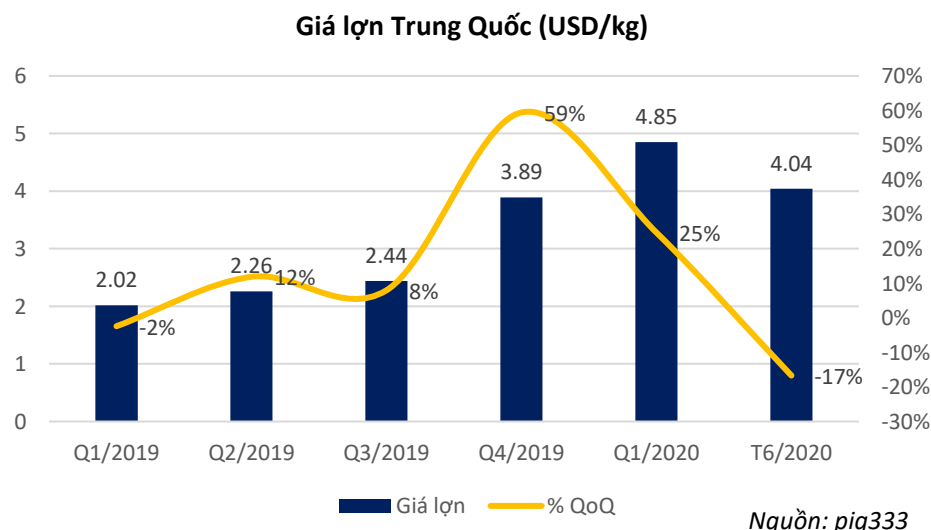
3. Kế hoạch tăng trưởng trong 2020-2025:

DBC đặt kế hoạch 2020 với DT và LNST lần lượt là 13,203 tỷ đồng và 457 tỷ đồng. Ngoài ra, kế hoạch tăng trưởng CAGR trong 2021-2025 của DTT và LNST lần lượt là 5.38% và 11.4%.



4. Diễn biến giá lợn thế giới:

Theo tổ chức thế giới về sức khỏe động vật ("World Organisation for Animal Health"), **dịch AFS đang làm 25% tổng đàn lợn thế giới bị tiêu hủy và đã lây nhiễm cho gần 50 quốc gia** trên toàn thế giới đặc biệt các quốc gia ở khu vực Đông Nam Á với nhu cầu tiêu thụ thịt lợn lớn như Trung Quốc, Việt Nam, Hàn Quốc, Phillipines,... Nhu cầu tiêu thụ lợn tăng cao đặc biệt trong giai đoạn trước Tết Âm Lịch ở 1 số quốc gia châu Á và trước đại dịch COVID-19 đã đẩy giá lợn tăng đột biến trong đầu năm 2020 như **Trung Quốc 4.85 USD/kg (+142% YoY), Việt Nam 3.87 USD/kg (+80% YoY), Hàn Quốc 3.37 USD/kg (+20% YoY),...** Tuy nhiên, hiện giá thịt lợn khu vực ĐNÁ khi chính phủ các nước nhập khẩu thịt lợn để bình ổn giá thị trường và dịch AFS đang được kiểm soát tốt, ví dụ tại thời điểm T5/2020, giá lợn Trung Quốc đã giảm về 4.04 USD/kg (-16.7% YTD). Vì thế, **chúng tôi cho rằng giá thịt lợn của Việt Nam cũng sẽ theo xu hướng chung của khu vực.**



Dự báo KQKD DBC 2020F

BSC dự báo KQKD DBC DTT và LNST&CDTT 2020F lần lượt đạt 9,868 tỷ đồng (+37.3% Y/Y) và 1,466 tỷ đồng (+381% yoy), tương đương, EPS FW 2020F (đã trừ Quỹ KT&PL) đạt 15,839 VND/CP, P/E FW = 3.35x.

Chúng tôi giả định **(1) Động lực tăng trưởng sẽ tới từ mảng 3F:** mảng TANC, mảng Con giống và Mảng Nuôi lợn thịt & SX chế biến trứng với DT lần lượt là 4,077 tỷ đồng (+34% YoY); 1,217 tỷ đồng (+43.16% YoY) và 3,030 tỷ đồng (+42.66% YoY). Việc mở rộng quy mô sản xuất chuỗi giá trị đàn lợn và cộng hưởng với nhu cầu thịt trong nước cao sẽ giúp DBC hưởng lợi. **(2) BLNG bình quân 2020 cải thiện lên 26.8%:** Giá bán thịt lợn hơi tăng kỷ lục giúp BLNG cải thiện 28-30% trong nửa đầu năm 2020. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá lợn sẽ giảm lại vào cuối Q3 và đầu Q4 khi nguồn cung thịt bắt đầu dồi dào, từ đó BLNG sẽ giảm về mức 20-25% trong nửa cuối năm. **(3) Thuế hiệu suất của DBC sẽ giảm về 10% - 10.5%:** lợi nhuận DBC đóng góp lớn từ mảng chăn nuôi và TANC với ưu đãi thuế lần lượt là 5% và 15%.

Đơn vị: Triệu VND	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
Doanh số	5,863.2	6,396.9	5,959.7	6,795.5	7,299.9	10,023.5
Các khoản giảm trừ	(71.8)	(141.0)	(104.2)	(121.2)	(113.2)	(155.4)
Doanh số thuần	5,791.4	6,255.9	5,855.5	6,674.3	7,186.8	9,868.1
% YoY		8.00%	-6.40%	14.00%	7.70%	37.30%
Giá vốn hàng bán	(5,090.9)	(5,441.0)	(5,092.0)	(5,595.6)	(6,020.2)	(7,380.3)
Lãi gộp	700.5	814.9	763.5	1,078.7	1,166.6	2,643.2
%GM		13.03%	13.04%	16.16%	16.23%	26.79%
Thu nhập tài chính	17.4	44.1	66.9	40.8	27.5	28.6
Chi phí tài chính	(123.0)	(112.8)	(120.0)	(192.6)	(294.9)	(282.7)
Chi phí bán hàng	(148.1)	(182.5)	(210.3)	(258.4)	(267.6)	(367.1)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(164.1)	(191.9)	(224.5)	(281.3)	(293.9)	(393.7)
% SG&A/DTT		5.99%	7.43%	8.09%	7.81%	7.71%
EBIT	282.6	371.9	275.6	387.2	338.9	1,628.2
Thu nhập khác, ròng	1.0	150.9	3.2	6.2	6.1	8.4
LNTT	283.6	522.8	278.8	393.4	345.1	1,636.6
Chi phí thuế TNDN	(30.8)	(71.5)	(78.7)	(33.1)	(39.9)	(170.5)
% Thuế hiệu suất		13.68%	28.23%	8.42%	11.57%	10.42%
LNST	252.8	451.2	200.1	360.2	305.1	1,466.1
% YoY		78.50%	-55.70%	80.00%	-15.30%	380.50%
% NM		7.21%	3.42%	5.40%	4.25%	14.86%
LNST của Công ty mẹ	252.8	451.2	200.1	360.2	305.1	1,466.1
EPS (VND)	4,030	5,993	1,991	4,350	3,349	15,839

Nguồn: BSC

Bảng: Giá định cơ cấu DT và LNG của Dabaco trong năm 2020.

Doanh thu DBC (Đơn vị: Tỷ đồng)	2016	2017	2018	2019	2020
Tổng Doanh thu	6,640.31	6,168.71	6,982.63	7,488.95	10,023.45
%YoY	11.22%	-7.10%	13.19%	7.25%	33.84%
Tổng mảng 3F	5,662.75	4,618.93	6,068.75	6,596.47	9,044.88
%W	85.28%	74.88%	86.91%	88.08%	90.24%
%YoY	-2.17%	-12.20%	31.39%	8.70%	37.12%
TANC	3858.447	3029.032	3,311.72	3,041.89	4,077.09
%W	58.11%	49.10%	47.43%	40.62%	40.68%
%YoY	0.78%	-15.51%	9.33%	-8.15%	34.03%
Con giống	476.15	403.65	818.16	850.01	1,216.84
%W	7.17%	6.54%	11.72%	11.35%	12.14%
%YoY	11.86%	-8.79%	102.69%	3.89%	43.16%
Nuôi lợn thịt, SX chế biến trứng	1201.822	1017.791	1,603.87	2,124.02	3,030.04
%W	18.10%	16.50%	22.97%	28.36%	30.23%
%YoY	-16.13%	-8.84%	57.58%	32.43%	42.66%
SX bao bì, ép dầu thực vật	126.335	168.452	335.00	580.55	720.82
%W	1.90%	2.73%	4.80%	7.75%	7.19%
%YoY	25.00%	43.68%	98.87%	73.30%	24.16%
Tổng thương mại	591.17	690.48	774.05	615.72	643.68
%W	8.90%	11.19%	11.09%	8.22%	6.42%
%YoY	-16.98%	25.73%	12.10%	-20.45%	4.54%
Thương mại, Dịch vụ , siêu thị, khách sạn, nhà hàng	579.385	671.691	754.30	596.50	536.75
%W	8.73%	10.89%	10.80%	7.97%	5.35%
%YoY	-16.94%	24.74%	12.30%	-21%	-10%
Bán xăng dầu	11.788	18.789	19.75	19.22	107.30
%W	0.18%	0.30%	0.28%	0.26%	1.07%
%YoY	-18.18%	66.67%	5.11%	-3%	458%
KD dịch vụ BĐS, HD xây dựng	28.679	859.301	139.83	276.76	334.89
%W	0.43%	13.93%	2.00%	3.70%	3.34%
%YoY	86.96%	3139.53%	-83.73%	97.93%	21.00%
Lợi nhuận gộp (Đơn vị Triệu VND)	2016	2017	2018	2019	2020
Tổng Lợi nhuận gộp	1,199.32	1,076.72	1,387.05	1,476.49	2,643.16
%GM	18.1%	17.5%	19.9%	19.7%	26.4%
%YoY	29.5%	-10.2%	28.8%	6.4%	79.0%
Tổng mảng 3F	1,117.89	612.50	1,221.17	1,287.06	2,498.17
%GM	19.7%	13.3%	20.1%	19.5%	27.6%
%W	93.2%	56.9%	88.0%	87.2%	94.5%
%YoY	28.8%	-45.2%	99.4%	5.4%	94.1%
Tổng thương mại	61.16	111.70	118.33	121.11	92.66
%GM	10.3%	16.2%	15.3%	19.7%	14.4%
%W	5.1%	10.4%	8.5%	8.2%	3.5%
%YoY	25.4%	82.6%	5.936%	2.3%	-23.5%
KD dịch vụ BĐS, HD xây dựng	9.97	352.52	47.55	68.32	52.33
%GM	34.8%	41.0%	34.0%	24.7%	15.6%
%W	0.8%	32.7%	3.4%	4.6%	2.0%
%YoY	617.3%	3435.8%	-86.5%	43.7%	-23.4%

Nguồn: BSC

Định giá DBC FY 2020E:

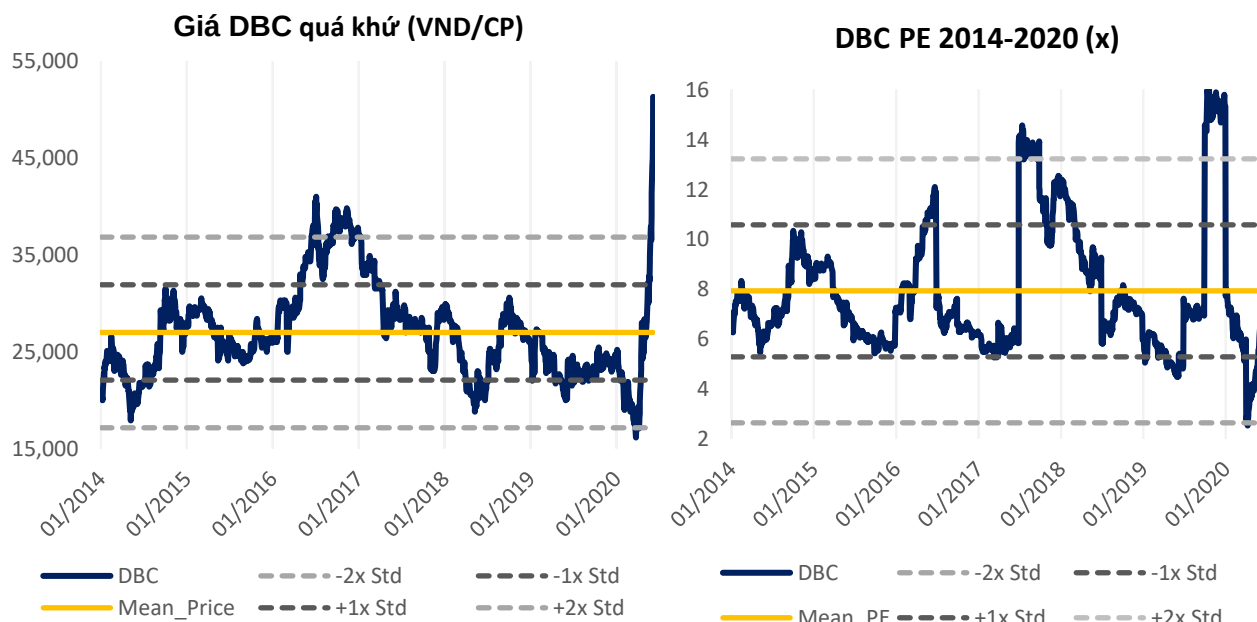
Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** mã cổ phiếu DBC với giá mục tiêu **71,275 VND/CP** cho năm 2020 dựa theo phương pháp PE với PE mục tiêu là 4.5x (mức trung bình PE 6 năm trong giai đoạn giá heo ổn định khoảng 40,000-50,000 VND/kg). Chúng tôi đặt mức PE mục tiêu thận trọng do ngành chăn nuôi do có tính mùa vụ cao và dự kiến lợi nhuận 2021 sẽ giảm về 500-600 tỷ đồng khi giá lợn điều chỉnh. Hiện tại, DBC đang giao dịch với mức PE TTM là 7.93x thấp hơn mức PE trung vị ngành 3F là 19.45x.

1. So sánh doanh nghiệp cùng ngành:

Tên công ty	Mã	Vốn hóa (tỷ)	DTT (tỷ)	LNST (tỷ)	D/E (x)	P/E (x)	P/B (x)	Biên ròng (%)	ROA (%)	ROE (%)
LIAONING WELLHOPE AGRI-TEC-A	603609 CH	43,250	59,828	4,244	19.65	9.53	2.18	7.09	15.81	27.25
SHANDONG MINHE ANIMAL HUS-A	002234 CH	22,080	11,016	5,416	9.61	4.93	2.34	49.17	42.17	62.45
THAIFOODS GROUP PCL	TFG TB	18,081	21,645	1,123	99.81	13.14	2.63	5.19	8.16	21.59
MASAN MEATLIFE CORPORATION	MML VN	16,897	13,799	65	65.88	146.35	3.17	0.47	0.84	2.19
LEONG HUP INTERNATIONAL BHD	LHIB MK	13,104	33,953	852	114.67	21.36	1.46	2.51	2.17	7.44
VISSAN JSC	VSN VN	2,573	4,973	178	20.68	23.75	2.41	2.18	9.71	10.51
VIETNAM LIVESTOCK CORP JSC	VLC VN	1,647	2,595	93	-	19.45	1.68	3.32	5.65	8.99
DABACO CORP	DBC VN	5,364	7,187	304	153.77	7.58	1.38	4.23	6.81	20.64
	Trung bình	16,805	21,116	1,710	47.19	34.07	2.27	9.99	12.07	20.06
	Trung vị	16,897	13,799	852	20.68	19.45	2.34	3.32	8.16	10.51

Nguồn: BBG.

2. Giá cổ phiếu, định giá PE:



Nguồn: BBG

TÓM TẮT CÁC CHỈ TIÊU BÁO CÁO TÀI CHÍNH

	Q1/2019	Q2/2019	Q3/2019	Q4/2019	Q1/2020
Doanh thu thuần	1,691.1	1,600.1	1,810.8	2,084.9	2,386.8
LN gộp	228.3	208.9	248.0	489.2	619.8
DT tài chính	4.1	9.0	5.0	9.3	4.9
CP tài chính	(71.5)	(76.4)	(80.9)	(73.9)	(84.6)
Lãi vay	(70.0)	(72.9)	(77.0)	(73.9)	(82.9)
CP bán hàng	(65.7)	(66.2)	(63.2)	(72.4)	(85.8)
CP QLDN	(72.0)	(67.5)	(72.6)	(81.7)	(81.7)
Lãi/lỗ HĐKD	23.1	8.6	36.3	270.9	372.5
TN nhập khác (ròng)	4.9	0.8	0.2	0.2	2.1
LN trước thuế	28.0	9.4	36.6	271.1	374.6
LN sau thuế	20.1	7.5	19.4	258.2	348.7
LN CĐ thiếu số	-	-	-	-	-
LN Cty mẹ	20.1	7.5	19.4	258.2	348.7
EPS	242.0	3,328.0	1,763.0	3,349.0	6,957.0

TS ngắn hạn	3,937	4,462	4,148	4,406	4,726
Tiền và DT ngắn hạn	147	275	160	165	153
Phải thu ngắn hạn	289	347	570	412	521
Tồn kho	2,901	3,217	2,765	3,136	3,359
TS ngắn hạn khác	191	185	209	208	200
TS dài hạn	4,751	5,006	5,121	5,187	5,193
Phải thu dài hạn	6	8	12	14	15
TSCĐ	3,196	3,202	3,151	4,561	4,499
TS dở dang dài hạn	1,406	1,644	1,837	492	537
TS dài hạn khác	55	64	33	33	56
Tổng TS	8,688	9,467	9,269	9,593	9,920
Nợ phải trả	5,921	6,716	6,499	6,567	6,545
Nợ ngắn hạn	4,210	4,858	4,682	4,820	4,497
Vay ngắn hạn	2,966	3,269	3,203	3,238	2,939
Nợ dài hạn	1,711	1,859	1,817	1,746	2,048
Vay dài hạn	1,469	1,431	1,475	1,415	1,726
Vốn chủ sở hữu	2,767	2,751	2,770	3,026	3,375
Vốn góp	828	911	911	911	911
LN chưa phân phối	380	73	93	348	697
Tổng nguồn vốn	8,688	9,467	9,269	9,593	9,920

% yoy DT	24.2%	-1.8%	-2.5%	14.1%	41.1%
Biên In gộp	13.5%	13.1%	13.7%	23.5%	26.0%
Lãi vay/DTT	4.1%	4.6%	4.3%	3.5%	3.5%
CP bán hàng/DTT	3.9%	4.1%	3.5%	3.5%	3.6%
CP QLDN/DTT	4.3%	4.2%	4.0%	3.9%	3.4%
Biên In thuần	1.4%	0.5%	2.0%	13.0%	15.6%

DTT DBC Q1/20 đạt 2,386 tỷ đồng (+39% Y/Y) chủ yếu tăng trưởng mạnh ở cả 3 mảng 3F (+33% YoY), mảng thương mại và dịch vụ (+20% YoY) và kinh doanh dịch vụ BDS (+28x YoY).

Tỷ lệ SG&A/DTT Q1/20 đạt 7% giảm +110% so với cùng kỳ là 8.1%. Chi phí tài chính Q1/19 đạt 84.6 tỷ đồng (+18% yoy) do vay nợ dài hạn DBC tăng lên 2048 tỷ đồng.

LNST Q1/20 lãi 348.7 tỷ đồng so với cùng kì là +20.1 tỷ, chủ yếu cải thiện biên gộp 25% (Q1/19:13%) và thuế hiệu suất giảm 6.9% (Q1/19: 28.5%)

Hàng tồn kho đạt 3,359 tỷ đồng (+18% YoY) và phải thu ngắn hạn tăng lên 521 tỷ đồng (+80% YoY). Vì thế, chúng tôi lưu ý khả năng DBC thay đổi chính sách công nợ cho KH trong dịp tết nhằm đẩy doanh thu.

Vay dài hạn Q1/20 đạt 1,726 tỷ đồng (tăng 17% YoY) để mở rộng kinh doanh nhà máy mangle thức ăn chăn nuôi.

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

1. Khả năng thanh toán	Q1/2019	Q2/2019	Q3/2019	Q4/2019	Q1/2020
Hsố TT ngắn hạn	0.94	0.92	0.89	0.91	1.05
Hsố TT nhanh	0.25	0.26	0.30	0.26	0.30
2. Cơ cấu vốn					
TSNH/ TTS	0.45	0.47	0.45	0.46	0.48
TSDH/ TTS	0.55	0.53	0.55	0.54	0.52
Hsố Nợ/ TTS	0.68	0.71	0.70	0.68	0.66
Hsố Nợ/ VCSH	2.14	2.44	2.35	2.17	1.94
Nợ ngắn hạn / TTS	0.48	0.51	0.51	0.50	0.45
Nợ DH / TTS	0.20	0.20	0.20	0.18	0.21
3. Năng lực hoạt động					
Vquay hàng tồn kho	2.38	2.12	2.40	2.06	2.02
Vquay phải thu	17.0	17.9	13.2	19.0	19.4
Vquay phải trả	10.92	7.43	8.57	7.03	7.84
Số ngày HTK	153.3	172.2	152.1	177.2	180.9
Số ngày phải thu	21.5	20.4	27.6	19.2	18.8
Số ngày phải trả	33.4	49.1	42.6	51.9	46.6
CCC	141.4	143.5	137.1	144.5	153.1
4. Khả năng sinh lời					
LNST/DTT (%)	1.2%	0.5%	1.1%	12.4%	14.6%
LNST/VCSH (%)	0.7%	0.3%	0.7%	8.5%	10.3%
LNST/TTS	0.2%	0.1%	0.2%	2.7%	3.5%
LN từ HĐKD/DTT	1.4%	0.5%	2.0%	13.0%	15.6%
5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)					
TTS/VCSH	3.14	3.44	3.35	3.17	2.94
DT/TTS	0.19	0.17	0.20	0.22	0.24
EBIT/DT	0.06	0.05	0.06	0.17	0.19
EBT/EBIT	0.29	0.11	0.32	0.79	0.82
lãi ròng/LNTT	0.72	0.80	0.53	0.95	0.93
6. Định giá					
PE	5.4	297.5	107.2	8.6	4.9
PB	0.7	0.8	0.8	0.7	0.5
EPS	242	3,328	1,763	3,349	6,957
BVPS	33,405	30,197	30,410	33,216	37,044
7. Tăng trưởng (%)					
TTS	23%	27%	22%	15%	14%
Nợ	30.3%	34.9%	30.1%	17.2%	10.5%
DTT	24.2%	-1.8%	-2.5%	14.1%	41.1%
LN gộp	35.8%	-18.5%	-26.7%	54.7%	171.5%
LNST	96.6%	-90.9%	-87.4%	127.2%	1639%
EPS	96.5%	233.6%	-5.1%	144.1%	2772.7%

Hệ số thanh toán ngắn hạn của DBC tăng +1.05x tuy nhiên nếu loại bỏ hàng tồn kho ra thì TT nhanh chỉ có 0.3x thấp.

Hệ số nợ trên VCSH của DBC đang giảm 1.94x nhờ VCSH tăng lên hơn 3,375 tỷ.

Chúng tôi lưu ý số ngày hàng tồn kho đang tăng mạnh lên 180.86 ngày khiến cho vòng quay tiền mặt của doanh nghiệp tăng lên 153.07 ngày trong Q1/2020. Từ đó, chúng tôi lưu ý rủi ro thiếu hụt tiền mặt trong ngắn hạn của DBC trong 2020.

Khả năng sinh lời của DBC đang có xu hướng giảm với ROE và ROA lần lượt 10.3% và 3.5%.

Hiện tại, DBC đang tăng mạnh lên mức PE là 14.33x và PB là 1.58x vì thế nhà đầu tư cần thận trọng khi đầu tư trong giai đoạn này.

DBC – CTCP Tập đoàn Dabaco Việt Nam – Nhất trụ kinh thiên

Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: Tăng giá.
- Chỉ báo xu hướng MACD: đường MACD ở trên đường tín hiệu.
- Chỉ báo RSI: Ở trong vùng quá mua.
- Đường MA: EMA12 ở trên EMA26.

Nhận định: DBC đang ở trong quá trình tăng giá mạnh mẽ sau khi dờn về ngưỡng hỗ trợ 13.5 trong thời kỳ dịch Covid diễn biến phức tạp. Các chỉ báo xu hướng hiện vẫn đang ủng hộ cho trạng thái tích cực của cổ phiếu. Thanh khoản DBC trong những tuần gần đây duy trì giá trị ổn định và cao hơn nhiều so với quãng thời gian từ tháng 3 trở về trước, điều này phản ánh sự quan tâm lớn của các nhà giao dịch trong giai đoạn cổ phiếu tăng cực nóng như hiện nay. Chỉ báo động lượng RSI đã ở trong vùng quá mua từ lâu nhưng không có dấu hiệu nào cho thấy cổ phiếu có thể điều chỉnh. Mặt khác, nhìn rộng hơn thì cổ phiếu đang dần hoàn thành 100% sóng tăng với mục tiêu tại ngưỡng 55. Trong trường hợp DBC tiếp tục duy trì trạng thái hưng phấn như hiện thì cổ phiếu hoàn toàn có thể hướng đến những vùng giá cao hơn nữa.

Khuyến nghị: Nhà đầu tư có thể mua DBC với giá mục tiêu nằm tại khu vực xung quanh 80, nếu cẩn thận có thể chốt lãi một phần tại vùng giá 55, cân nhắc cắt lỗ nếu mốc 46 bị xuyên thủng.



Nguồn: BSC, PTKT iTrade

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ

Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<http://www.bsc.com.vn>
Bloomberg: BSCV <GO>

