

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

<b>Giá thị trường</b> VND14.150	<b>Giá mục tiêu</b> VND15.900	<b>Tỷ suất cổ tức</b> 3,1%	<b>Khuyến nghị</b> Trung lập	<b>Ngành</b> Hàng tiêu dùng
------------------------------------	----------------------------------	-------------------------------	---------------------------------	--------------------------------

Ngày 26/12/2022

**Triển vọng ngắn hạn:** Trung lập  
**Triển vọng dài hạn:** Tích cực  
**Định giá:** Trung lập

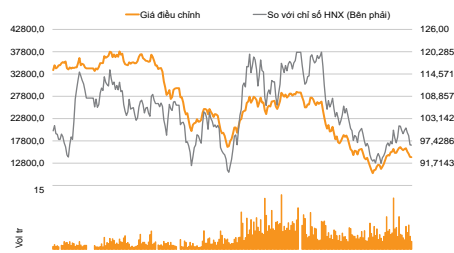
Consensus\*: Mua:3 Giữ:1 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 7,4%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Giảm dự phóng EPS 2022 44,2%
- Giảm dự phóng EPS 2023 20,8%

### Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	37.858
Thấp nhất 52 tuần (VND)	10.550
GTGDQB 3 tháng (tr VND)	67.565
Thị giá vốn (tỷ VND)	3.436
Free float (%)	62
P/E trượt (x)	3,93
P/B hiện tại (x)	0,69

### Cơ cấu sở hữu

Nguyễn Như So (CT HĐQT)	18,3%
Chứng khoán SSI	11,0%
Fraser Investment Holding	8,7%
Khác	62,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



**Hà Thu Hiền**

hien.hathu@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Định giá chưa hấp dẫn dù triển vọng tích cực hơn

- DBC ghi nhận doanh thu (DT) tăng 19,4% svck, đạt 83,3% dự phóng cả năm trong khi lợi nhuận (LN) ròng giảm 68,1% svck trong 9T22.
- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của DBC phục hồi 68,9% svck trong 2023 nhờ chi phí đầu vào sản xuất thức ăn chăn nuôi hạ nhiệt.
- Duy trì khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu thấp hơn 15.900đ/cp.

### KQKD Q3/22: LN ròng tăng trưởng nhờ mảng bất động sản

DBC ghi nhận DT mảng kinh doanh chính tăng 12,7% svck trong 9T22 nhờ mảng thức ăn chăn nuôi (TACN) tăng 9,6% svck và mảng thực phẩm tăng 14,6% svck (theo ước tính của chúng tôi). Trong khi đó, DT khác tăng 96,2% svck do công ty ghi nhận DT từ việc bàn giao dự án BĐS chung cư Huyền Quang trong Q3/22. Biên LN gộp giảm 8,2đ % svck trong 9T22 chi phí sản xuất thức ăn chăn nuôi tăng cao ảnh hưởng tiêu cực đến biên lợi nhuận gộp mảng thực phẩm. LN gộp trong 9T22 thấp hơn 11,8đ % so với dự phóng của chúng tôi do chi phí nguyên vật liệu cao hơn dự kiến trong khi chi phí tài chính vượt 40% so với dự phóng. Trong 9T22, DBC ghi nhận DT tăng 19,4% svck trong khi LN ròng giảm 68,1% svck, lần lượt hoàn thành 83,3%/39,2% dự phóng của chúng tôi. Do đó, chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng LN ròng năm 2022 xuống 44,2% so với báo cáo trước đó.

### Áp lực chi phí giảm, biên LN gộp phục hồi trong năm 2023

Chúng tôi kỳ vọng DBC ghi nhận DT tăng 3,5%/4,1% svck trong 2023/24. Chúng tôi cho rằng, 2023 sẽ là một năm bớt khó khăn hơn với DBC nhờ 1) giá nguyên liệu đầu vào thức ăn chăn nuôi hạ nhiệt và 2) giá lợn hơi dự phóng tăng 5,0% svck. Biên LN gộp DBC được kỳ vọng tăng 1,5đ % trong 2023 và duy trì ở mức 13,2% trong 2024. Do đó, chúng tôi dự phóng DBC ghi nhận LN ròng phục hồi 68,9% svck trong 2023 và tăng 7,9% svck trong 2024.

Cuối 9T22, tổng nợ vay của DBC đạt 4.028 tỷ đồng (+28,4% svck), tương ứng với D/E là 0,8x (so với 0,6x của 9T21). Trong môi trường lãi suất cao, chúng tôi cho rằng lợi nhuận tài chính ròng của DBC trong 2023-24 sẽ bị ảnh hưởng do chi phí tài chính tăng. Ngoài ra, chúng tôi cũng nhận thấy rủi ro tỷ giá tăng có thể ảnh hưởng đến biên LN gộp của DBC trong 2023 do khoảng 80% nguyên liệu đầu vào thức ăn chăn nuôi được nhập khẩu từ Brazil, Canada và Argentina.

### Duy trì khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu thấp hơn 15.900đ/cp.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Trung lập với DBC và hạ giá mục tiêu xuống 15.900đ/cp. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên sự kết hợp với tỷ trọng bằng nhau giữa phương pháp DCF (năm cơ sở: 2023) và P/E mục tiêu là 7,0 lần áp dụng với EPS 2023. Rủi ro tăng giá bao gồm 1) giá ngũ cốc toàn cầu thấp hơn dự kiến, 2) giá lợn hơi cao hơn dự kiến và 3) tiêu thụ thịt mạnh hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá bao gồm 1) chi phí đầu vào thức ăn chăn nuôi cao hơn dự kiến và 2) giá lợn hơi thấp hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22E	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	10.813	11.704	12.115	12.610
Tăng trưởng DT thuần	7,9%	8,2%	3,5%	4,1%
Biên lợi nhuận gộp	17,1%	11,7%	13,2%	13,2%
Biên EBITDA	15,3%	9,3%	11,0%	11,0%
LN ròng (tỷ)	830	326	550	594
Tăng trưởng LN ròng	(40,8%)	(60,7%)	68,9%	7,9%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	3.604	1.416	2.391	2.580
EPS điều chỉnh	3.240	1.331	2.247	2.425
BVPS	20.419	25.129	27.212	29.539
ROAE	18,6%	6,2%	9,1%	9,1%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**ĐỊNH GIÁ CHƯA HẤP DẪN DÙ TRIỂN VỌNG TÍCH CỰC HƠN**  
**KQKD Q3/22: LN ròng tăng trưởng nhờ mảng bất động sản**

Hình 1: So sánh KQKD Q3/22

Tỷ đồng	Q3/22	Q3/21	% svck	9T22	9T21	% svck	Dự phóng 2022	% sv dự phóng 2022	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	<b>3.665</b>	<b>2.791</b>	<b>31,3%</b>	<b>9.636</b>	<b>8.071</b>	<b>19,4%</b>	<b>11.575</b>	<b>83,3%</b>	
3F (Feed - Farm - Food)	2.813	2.479	13,5%	8.374	7.428	12,7%	10.145	82,5%	Doanh thu Q3/22 tăng 13,5% svck nhờ 1) doanh thu mảng thức ăn chăn nuôi tăng 10,3% svck, 2) doanh thu từ mảng bán lợn tăng 13,8% svck và 3) doanh thu từ bán thịt gà tăng 23,6% svck chủ yếu nhờ giá bán lẻ cao hơn (dựa theo ước tính của chúng tôi. Trong Q3/22, giá bán thức ăn chăn nuôi và giá lợn hơi tăng lần lượt 7% và 17,2% svck. Bên cạnh đó, giá gà giống và gà thịt tăng mạnh 1,9/2,3 lần svck.
Khác	852	312	173,1%	1.263	644	96,2%	1.369	92,3%	Doanh thu mảng bất động sản tăng 267,5% svck nhờ ghi nhận doanh thu từ việc bàn giao dự án BĐS chung cư Huyền Quang trong Q3/22
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>486</b>	<b>384</b>	<b>26,4%</b>	<b>1.025</b>	<b>1.483</b>	<b>-30,9%</b>	<b>1.549</b>	<b>66,2%</b>	
Biên LN gộp	13,6%	14,3%	-0,7đ %	11,0%	19,1%	-8,2đ %	13,4%	-2,4đ %	
3F (Feed - Farm - Food)	5,6%	15,5%	-9,9đ %	6,9%	21,8%	-14,9đ %	12,0%	-5,1đ %	Mức tăng giá bán lẻ thức ăn chăn nuôi và giá lợn hơi không đủ để bù đắp cho giá nguyên vật liệu đầu vào như lúa mì (+17,8% svck), ngô (+17,9% svck) và đậu tương (+6,0% svck).
Khác	38,5%	34,7%	3,8đ %	35,4%	28,9%	6,6đ %	24,0%	11,4đ %	
Giá lợn hơi (đồng/kg)	63.300	54.009	17,2%	57.400	67.202	-14,6%	58.000	99,0%	
<b>Chi phí BH và QLDN</b>	<b>198</b>	<b>184</b>	<b>7,5%</b>	<b>586</b>	<b>557</b>	<b>5,3%</b>	<b>804</b>	<b>72,9%</b>	
% chi phí BH và QLDN/D1	5,6%	6,9%	-1,3đ %	6,3%	7,2%	-0,9đ %	6,9%	-0,7đ %	
<b>EBIT</b>	<b>288</b>	<b>200</b>	<b>43,8%</b>	<b>439</b>	<b>927</b>	<b>-52,7%</b>	<b>745</b>	<b>58,9%</b>	
Biên EBIT	7,8%	7,2%	0,7đ %	4,6%	11,5%	-6,9đ %	6,4%	-1,9đ %	
<b>LN trước thuế</b>	<b>250</b>	<b>169</b>	<b>48,3%</b>	<b>306</b>	<b>816</b>	<b>-62,6%</b>	<b>649</b>	<b>47,1%</b>	
Biên LN trước thuế	7,0%	6,3%	0,7đ %	3,3%	10,5%	-7,3đ %	5,6%	-2,3đ %	
<b>Chi phí thuế</b>	<b>44</b>	<b>31</b>	<b>42,9%</b>	<b>76</b>	<b>98</b>	<b>-22,2%</b>	<b>64</b>	<b>118,9%</b>	
Thuế suất	17,6%	18,3%	-0,7đ %	25,0%	12,0%	13,0đ %	9,9%	15,1đ %	
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>206</b>	<b>138</b>	<b>49,5%</b>	<b>229</b>	<b>718</b>	<b>-68,1%</b>	<b>585</b>	<b>39,2%</b>	
Biên LN ròng	5,8%	5,1%	0,6đ %	2,5%	9,3%	-6,8đ %	5,1%	-2,6đ %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Triển vọng 2023-2024: Áp lực chi phí giảm, biên lợi nhuận gộp phục hồi**

**Chúng tôi kỳ vọng giá lợn hơi tăng trong năm 2023**

Trong T11/22, giá lợn hơi trung bình tăng 19,4% svck nhưng giảm 6,6% so với tháng trước, thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi do quý 4 thường là mùa tiêu thụ thịt cao điểm. Chúng tôi nhận thấy một số nguyên nhân khiến giá lợn hơi giảm do 1) nguồn cung trong nước vẫn duy trì ổn định, 2) nhu cầu tiêu thụ thịt tại các bếp ăn công nghiệp giảm vì các xí nghiệp giảm giờ làm và số lượng công nhân và 3) tỷ lệ thất nghiệp gia tăng hiện nay đã ảnh hưởng đến thu nhập của người dân và sự thắt chặt trong chi tiêu vào dịp cuối năm. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn cho rằng giá lợn hơi tăng nhẹ vào cuối Q4/22 - đầu Q1/23 trong dịp Tết Nguyên đán.

Trong năm 2023, giá lợn hơi dự kiến tăng 5,0% svck năm 2023 1) nhu cầu ăn uống bên ngoài phục hồi và 2) thiếu hụt nguồn cung khi hộ chăn nuôi vẫn ngần ngại trong việc tái đàn do giá heo giảm trong thời gian gần đây trong khi giá thức

ăn chăn nuôi vẫn ở mức cao. Hiện nay, các hộ chăn nuôi nhỏ lẻ vẫn chiếm khoảng 60% tổng nguồn cung thịt lợn tại Việt Nam. Ngoài ra, việc Trung Quốc mở cửa trở lại có thể khiến giá lợn hơi trong nước tăng do Trung Quốc là thị trường xuất khẩu thịt lợn chính của Việt Nam qua đường tiểu ngạch.

**Nhu cầu tiêu thụ thịt tăng thúc đẩy tăng trưởng doanh thu**

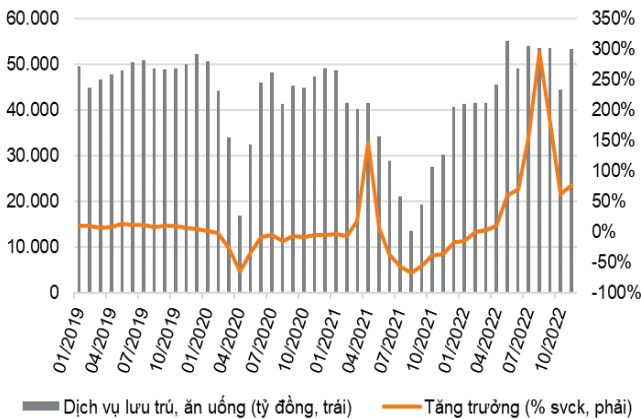
Trong năm 2023, chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu thụ thịt sẽ không giảm nhờ 1) tăng trưởng thu nhập thực tế nhờ kế hoạch tăng lương cơ bản của chính phủ lên khoảng 20,8% vào năm 2023 và 2) lượng khách du lịch quốc tế dự kiến sẽ phục hồi 84% trong Q2/23 và 100% trong Q4/23, kéo theo sự phục hồi mạnh mẽ của dịch vụ giải trí, lưu trú và ăn uống.

Do đó, chúng tôi kỳ vọng DBC ghi nhận DT tăng 8,2%/3,5% svck trong năm 2022-2023:

- Doanh thu thức ăn chăn nuôi dự phóng tăng 5,0%/0,9% svck nhờ sản lượng bán tăng 1,0%/3,0% trong khi giá bán tăng 4,0% svck trong năm 2022 nhưng giảm 2,0% svck trong năm 2023.
- Doanh thu từ thịt lợn tăng 13,2%/7,7% svck trong năm 2022/23 nhờ 1) sản lượng bán hàng tăng 3,0%/4,0 svck, 2) giá lợn hơi tăng 5,0%/-2,0% svck và 3) giá lợn giống tăng 1,0%/1,0% svck.
- DBC sẽ hoàn thành việc ghi nhận doanh thu từ bàn giao dự án BĐS chung cư Huyện Quang trong Q4/22. Do đó, doanh thu mảng BĐS tăng 7,0% svck trong 2022 và giảm 65,0% svck trong 2023.

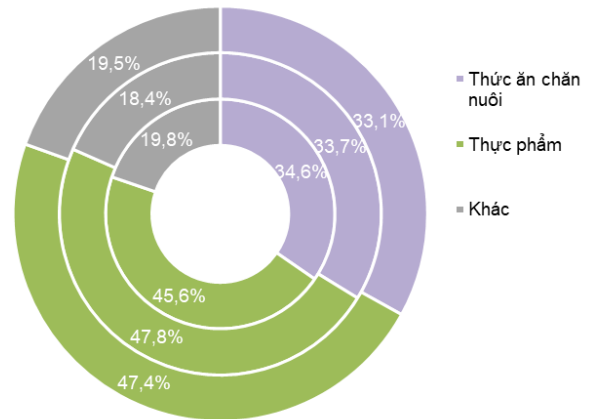
Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng doanh thu của DBC tăng 4,1% svck chủ yếu nhờ doanh thu mảng thức ăn chăn nuôi tăng 2,0% svck cùng với doanh thu mảng thực phẩm tăng 3,1% svck.

**Hình 1: Nhu cầu nội địa tăng ổn định trong 11T22**



Nguồn: GSO, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 2: Dự phóng doanh thu của DBC theo từng mảng trong 2022-24**



\* Vòng tròn trong: 2021 – Vòng tròn giữa: 2022 – Vòng tròn ngoài: 2023  
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Biên LN gộp tăng trở lại do giá ngũ cốc toàn cầu có thể đã đạt đỉnh**

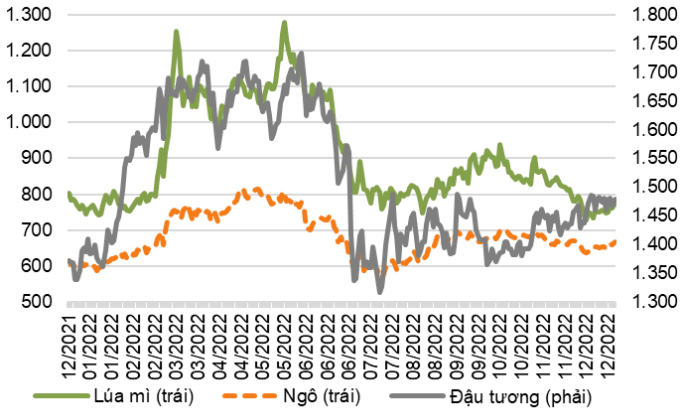
Chúng tôi cho rằng, năm 2023 sẽ là một năm bớt khó khăn hơn với DBC nhờ:

- Giá lợn hơi được kỳ vọng tăng 5,0% svck trong năm tới.
- Giá ngũ cốc có khả năng giảm trong năm 2023 do 1) lo ngại ban đầu về tình trạng thiếu lương thực do xung đột đã lắng xuống khi các nước xuất khẩu khác tăng nguồn cung, 2) ngũ cốc của Ukraine đã được vận chuyển trở lại sau thỏa thuận chấm dứt việc phong tỏa các cảng của nước này, và 3) giá phân bón hạ nhiệt, góp phần thúc đẩy sản lượng thu hoạch nhờ tăng năng suất cây trồng. Theo quan điểm của chúng tôi, giá thức ăn chăn nuôi trong nước có độ trễ hơn so với giá nông sản

thế giới. Vì vậy, chúng tôi cho rằng chi phí thức ăn chăn nuôi sẽ giảm dần vào năm 2023.

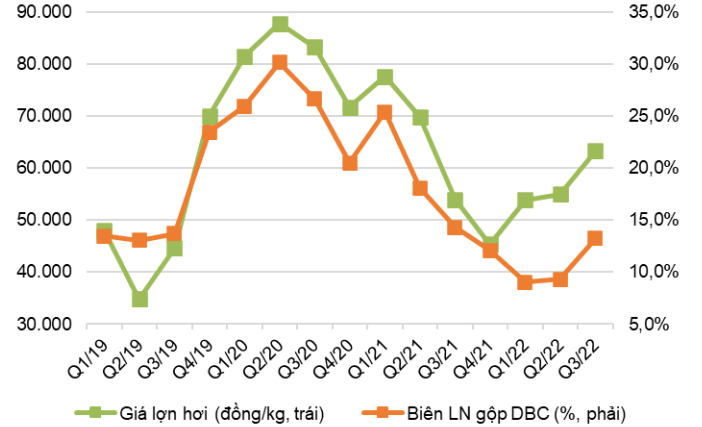
Ngoài ra, chúng tôi cũng nhận thấy rủi ro tỷ giá tăng có thể ảnh hưởng đến biên LN gộp của DBC trong 2023. Do khoảng 80% nguyên liệu đầu vào sản xuất thức ăn chăn nuôi được nhập khẩu nên tỷ giá USD/VND tăng sẽ kéo theo giá nhập khẩu nguyên liệu đầu vào trong sản xuất thức ăn chăn nuôi tăng. Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp của DBC tăng 1,5 điểm % trong năm 2023 và duy trì ở mức 13,2% trong năm 2024.

**Hình 3: Giá ngũ cốc toàn cầu giảm trong Q3/22 sau khi tạo đỉnh vào cuối Q2/22 (USD/giạ)**



Nguồn: TRADING ECONOMICS, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 4: Giá lợn hơi và biên LN gộp của DBC trong giai đoạn Q1/19-Q3/22**



Nguồn: FIINPRO, VNDIRECT RESEARCH, ANOVA FEED

**LN ròng ghi nhận mức tăng trưởng âm trong năm 2022 nhưng sẽ phục hồi trong năm 2023**

Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng doanh thu của DBC tăng 8,2% svck nhờ 1) doanh thu mảng thức ăn chăn nuôi tăng 5,0% svck và 2) doanh thu mảng thực phẩm tăng 13,9% svck. Biên LN của DBC có thể thu hẹp 5,4 điểm % do chi phí thức ăn chăn nuôi tăng cao. Do đó, chúng tôi cho rằng DBC sẽ ghi nhận mức tăng trưởng LN ròng âm trong năm 2022 (- 60,7% svck). DBC hiện đang bàn giao dự án Huyện Quang với quy mô 458 căn hộ. Chúng tôi kỳ vọng dự án Huyện Quang sẽ mang lại doanh thu 802 tỷ đồng cho DBC vào năm 2022. Theo khảo sát của chúng tôi, dự án bất động sản chung cư của DBC tọa lạc tại trung tâm thành phố Bắc Ninh, gần một số khu vui chơi giải trí, bệnh viện, trường học như Vincom Plaza, Bệnh viện Đa khoa tỉnh Bắc Ninh. Do đó, chúng tôi kỳ vọng dự án Huyện Quang sẽ đóng góp gần 100 tỷ đồng vào lợi nhuận sau thuế của DBC trong năm 2022.

Trong năm 2023, chúng tôi dự phóng doanh thu của DBC tăng 3,5% svck chủ yếu nhờ 1) doanh thu mảng thực phẩm tăng 8,5% svck và 2) doanh thu từ dầu thực vật tăng 53,0% svck do DBC đã đưa nhà máy giai đoạn 2 vào hoạt động. Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp của DBC sẽ cải thiện 1,5 điểm % trong năm 2023 chủ yếu nhờ chi phí đầu vào thức ăn chăn nuôi giảm và giá lợn hơi tăng 5,0% svck. Do đó, LN ròng của công ty dự kiến tăng 68,9% svck lên 550 tỷ đồng trong năm 2023.

Hình 5: Thay đổi dự phóng thu nhập trong năm 2022-2023

Tỷ đồng	2021	2022			2023			2024			Chú thích
		Cũ	Mới	Thay đổi	Cũ	Mới	Thay đổi	Cũ	Mới	Thay đổi	
<b>Doanh thu</b>	<b>10.813</b>	<b>11.575</b>	<b>11.704</b>	<b>1,1%</b>	<b>12.422</b>	<b>12.115</b>	<b>-2,5%</b>	<b>12.899</b>	<b>12.610</b>	<b>-2,2%</b>	
Thức ăn chăn nuôi (ước tính)	3.855	4.087	4.050	-0,9%	4.125	4.088	-0,9%	4.164	4.168	0,1%	
Thực phẩm (ước tính)	4.687	5.205	5.339	2,6%	5.530	5.795	4,8%	5.731	5.977	4,3%	Tăng giá định giá lợn hơi trong 2022-24 lên 3,4%/6,5%/5,9% so với dự phóng trước đó
Khác (ước tính)	2.206	2.283	2.315	1,4%	2.767	2.232	-19,3%	3.004	2.464	-18,0%	Điều chỉnh giảm 64,0% doanh thu từ bất động sản trong năm 2023 so với dự phóng trước đó do chúng tôi kỳ vọng DBC sẽ hoàn thành việc ghi nhận doanh thu từ việc bán giao dự án bất động sản Khu dân cư Huyện Quan trong Q4/22.
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.853</b>	<b>1.549</b>	<b>1.371</b>	<b>-11,5%</b>	<b>1.708</b>	<b>1.604</b>	<b>-6,1%</b>	<b>1.695</b>	<b>1.669</b>	<b>-1,5%</b>	
Biên LN gộp	17,1%	13,4%	11,7%	-1,7đ %	13,7%	13,2%	-0,5đ %	13,1%	13,2%	0,1đ %	Dự phóng lợi nhuận gộp mỏng thịt lợn trong năm 2022 giảm 2,4 điểm % so với dự phóng trước đó do giá thức ăn chăn nuôi cao hơn dự kiến. Đối với năm 2023/24, chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng biên lợi nhuận gộp mỏng thức ăn chăn nuôi thêm 4,7/3,7 điểm % nhằm phù hợp với KQKD 9T22 và tăng dự phóng biên LN gộp mỏng thịt lợn lên 4,6/5,4 điểm % do giá lợn hơi tăng.
<b>Chi phí BH và QLDN</b>	<b>750</b>	<b>804</b>	<b>813</b>	<b>1,1%</b>	<b>863</b>	<b>842</b>	<b>-2,5%</b>	<b>896</b>	<b>876</b>	<b>-2,2%</b>	
% chi phí BH và QLDN/DT	6,9%	6,9%	6,9%	0,0% pts	6,9%	6,9%	0,0đ %	9,0%	9,9%	0,9đ %	
<b>EBIT</b>	<b>1.103</b>	<b>745</b>	<b>558</b>	<b>-25,0%</b>	<b>845</b>	<b>762</b>	<b>-9,8%</b>	<b>799</b>	<b>793</b>	<b>-0,7%</b>	
Biên EBIT	10,2%	6,4%	4,8%	-1,7đ %	6,8%	6,3%	-0,5đ %	6,2%	6,3%	0,1đ %	
Chi phí tài chính	199	131	170	30,0%	110	150	36,0%	98	130	33,1%	Do tác động của việc tăng lãi suất trong 9T22 cao hơn dự kiến, chúng tôi tăng dự phóng chi phí tài chính thêm 30%/36%/33,1% trong năm 2022/23/24 so với giá định trước đó.
<b>Chi phí thuế</b>	<b>150</b>	<b>64</b>	<b>97</b>	<b>52,1%</b>	<b>76</b>	<b>100</b>	<b>31,1%</b>	<b>73</b>	<b>107</b>	<b>47,2%</b>	
Thuế suất	15,3%	9,9%	23,0%	13,1đ %	9,9%	15,3%	5,4đ %	9,9%	15,3%	5,4đ %	Chúng tôi tăng giá định thuế suất lên 13,1/5,4/5,4 điểm % trong năm 2022/23/24 so với dự phóng trước đó phù hợp với KQKD 9T22.
<b>LN trước thuế</b>	<b>980</b>	<b>649</b>	<b>423</b>	<b>-34,8%</b>	<b>772</b>	<b>650</b>	<b>-15,9%</b>	<b>741</b>	<b>701</b>	<b>-5,3%</b>	
Biên LN trước thuế	9,1%	5,6%	3,6%	-2,0đ %	6,2%	5,4%	-0,9đ %	5,7%	5,6%	-0,2đ %	
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>830</b>	<b>584</b>	<b>326</b>	<b>-44,2%</b>	<b>696</b>	<b>550</b>	<b>-20,9%</b>	<b>668</b>	<b>594</b>	<b>-11,0%</b>	
Biên LN ròng	7,7%	5,0%	2,8%	-2,3đ %	5,6%	4,5%	-1,1đ %	5,2%	4,7%	-0,5đ %	
<b>EPS (đồng)</b>	<b>6.472</b>	<b>2.384</b>	<b>1.329</b>	<b>-44,2%</b>	<b>2.839</b>	<b>2.245</b>	<b>-20,9%</b>	<b>2.723</b>	<b>2.422</b>	<b>-11,0%</b>	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Duy trì khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu thấp hơn là 15.900đ/cp

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Trung lập đối với DBC và hạ giá mục tiêu xuống 15.900đ/cp. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên sự kết hợp với tỷ trọng bằng nhau giữa phương pháp DCF và P/E mục tiêu là 7,0 lần áp dụng với EPS 2023.

- Trong mô hình định giá DCF, chúng tôi chuyển năm cơ sở sang 2023 và tăng giả định lãi suất phi rủi ro lên 4,0% từ 3,0% trong báo cáo trước đó nhằm phản ánh mức lãi suất đang tăng lên.
- Điều chỉnh EPS trong 2022-2023 giảm 44,2%/20,8%.
- Chúng tôi áp dụng P/E mục tiêu là 7,0 lần cho EPS năm 2023, tương đương với mức P/E của các công ty cùng ngành trong khu vực.

Rủi ro tăng giá bao gồm 1) giá ngũ cốc toàn cầu thấp hơn dự kiến, 2) giá lợn hơi cao hơn dự kiến và 3) tiêu thụ thịt mạnh hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá bao gồm 1) chi phí đầu vào thức ăn chăn nuôi cao hơn dự kiến và 2) giá lợn hơi thấp hơn dự kiến.

Hình 6: Tổng hợp định giá

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	16.055	50%	8.028
P/E	15.712	50%	7.856
<b>Giá mục tiêu 2023 (làm tròn)</b>			<b>15.900</b>

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF)

Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	5.387
Giá trị hiện tại của dòng tiền ở cuối kỳ (tỷ đồng)	823
Giá trị doanh nghiệp (Tỷ đồng)	6.210
Nợ ròng (tỷ đồng)	(2.510)
Giá trị vốn đầu tư (Tỷ đồng)	3.700
Số cổ phiếu lưu hành trong kỳ (Triệu CP)	230
<b>Giá trị vốn trên mỗi cổ phiếu (Đồng)</b>	<b>16.055</b>
<hr/>	
WACC	11,7%
Chi phí vốn	15,2%
Tăng trưởng dài hạn	1,0%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: Định giá theo phương pháp so sánh (P/E)

Lợi nhuận sau thuế để tính EPS năm 2021 (tỷ đồng)	517
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	230
EPS pha loãng 2021 (đồng)	2.245
Hệ số P/E mục tiêu (lần)	7,0
<b>Định giá 2023 (đồng/cp)</b>	<b>15.712</b>

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Mô hình định giá dòng tiền chiết khấu (đơn vị: tỷ đồng)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
<b>EBIT</b>	<b>1.554</b>	<b>980</b>	<b>423</b>	<b>650</b>	<b>701</b>	<b>367</b>	<b>391</b>	<b>415</b>	<b>427</b>	<b>443</b>	<b>459</b>	<b>475</b>	<b>492</b>
Khấu hao	466	492	512	542	571	601	631	661	691	721	751	787	831
Đầu tư tài sản cố định	(569)	(319)	(386)	(386)	(386)	(386)	(386)	(386)	(386)	(386)	(386)	(644)	(645)
Thay đổi vốn lưu động	(76)	(802)	484	(511)	(122)	(124)	(129)	(134)	(105)	(108)	(111)	(115)	(118)
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>1.376</b>	<b>350</b>	<b>1.034</b>	<b>295</b>	<b>765</b>	<b>458</b>	<b>507</b>	<b>556</b>	<b>628</b>	<b>670</b>	<b>713</b>	<b>503</b>	<b>559</b>
Chi phí thuế	(154)	(150)	(97)	(100)	(107)	(56)	(60)	(64)	(65)	(68)	(70)	(73)	(75)
<b>Dòng tiền tự do doanh nghiệp</b>	<b>1.222</b>	<b>200</b>	<b>936</b>	<b>195</b>	<b>658</b>	<b>402</b>	<b>447</b>	<b>492</b>	<b>562</b>	<b>602</b>	<b>642</b>	<b>430</b>	<b>484</b>
<b>Giá trị năm cuối mô hình</b>													<b>2.945</b>
<b>Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do</b>	<b>1.222</b>	<b>200</b>	<b>936</b>	<b>195</b>	<b>589</b>	<b>322</b>	<b>321</b>	<b>316</b>	<b>323</b>	<b>310</b>	<b>296</b>	<b>178</b>	<b>179</b>
<b>Giá trị hiện tại của giá trị năm cuối mô hình</b>													<b>823</b>

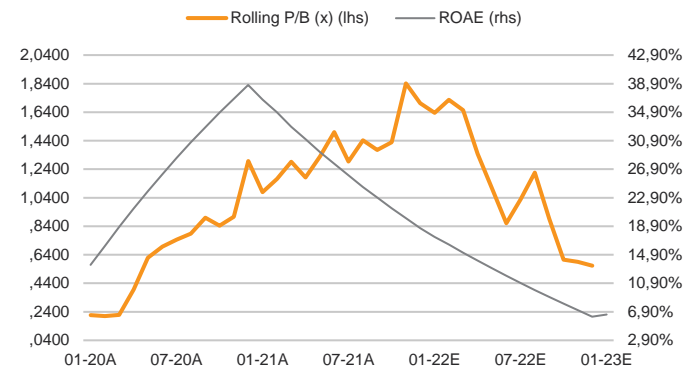
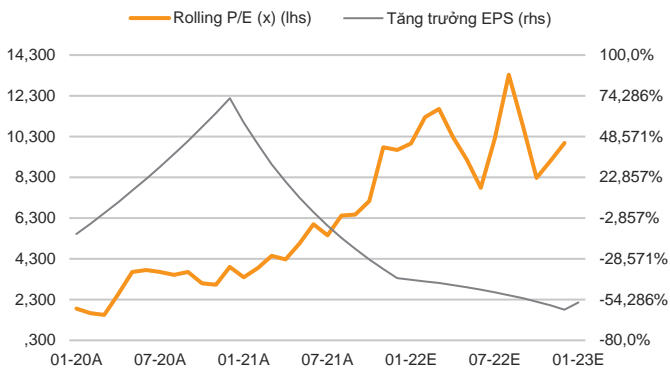
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 10: So sánh doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu ngày 26/12/2022)

Công ty	Mã	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (Đv tiền bản địa)	Vốn hóa (tr US\$)	Tăng trưởng EPS 3 năm CAGR (%)	P/E (lần)		P/B (lần)		ROE (%)		ROA (%)		
						2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	
Japfa Comfeed Indonesia Tbk PT	JPFA IJ	KKN	N/a	971	17,8	8,0	6,4	1,1	1,0	13,0	14,2	6,2	6,9	
Thaifoods Group PCL	TFG TB	KKN	N/a	838	33,3	6,8	6,6	1,9	1,4	33,3	27,6	11,3	10,6	
Wellhope Foods Co Ltd	TSN US	KKN	N/a	21.953	12,1	9,4	8,0	1,0	1,0	11,4	11,2	6,6	6,3	
WH Group Ltd	300498 CH	KKN	N/a	18.194	N/A	21,1	8,5	3,3	2,5	16,2	29,1	5,2	14,4	
CTCP Nông Nghiệp BAF Việt Nam	BAF VN	Khả Quan	33.500	109	N/A	7,0	5,7	1,0	0,9	17,6	15,8	5,9	6,5	
<b>Trung bình</b>						<b>22,7</b>	<b>10,5</b>	<b>7,0</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>18,3</b>	<b>19,6</b>	<b>7,0</b>	<b>9,0</b>
<b>Trung vị</b>						<b>22,7</b>	<b>8,0</b>	<b>6,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>16,2</b>	<b>15,8</b>	<b>6,2</b>	<b>6,9</b>
<b>CTCP Tập đoàn DABACO Việt Nam</b>	<b>DBC VN</b>	<b>Trung Lập</b>	<b>15.900</b>	<b>145</b>	<b>99,3</b>	<b>10,7</b>	<b>6,3</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>6,2</b>	<b>9,1</b>	<b>2,9</b>	<b>4,7</b>	

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Định giá



**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷVND)	12-22E	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	11.704	12.115	12.610
Giá vốn hàng bán	(10.333)	(10.511)	(10.940)
Chi phí quản lý DN	(438)	(454)	(472)
Chi phí bán hàng	(375)	(388)	(404)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>558</b>	<b>762</b>	<b>793</b>
EBITDA thuần	1.070	1.304	1.365
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(512)</b>	<b>(542)</b>	<b>(571)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>558</b>	<b>762</b>	<b>793</b>
Thu nhập lãi	24	26	26
Chi phí tài chính	(170)	(150)	(130)
Thu nhập ròng khác	10	10	11
TN từ các Cty LK & LD	1	1	1
<b>LN trước thuế</b>	<b>423</b>	<b>650</b>	<b>701</b>
Thuế	(97)	(100)	(107)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>LN ròng</b>	<b>326</b>	<b>550</b>	<b>594</b>
Thu nhập trên vốn	326	550	594
Cổ tức phổ thông	(46)	(115)	(115)
<b>LN giữ lại</b>	<b>280</b>	<b>435</b>	<b>479</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-22E	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	376	619	631
Đầu tư ngắn hạn	625	647	673
Các khoản phải thu ngắn hạn	647	669	697
Hàng tồn kho	3.570	4.119	4.287
Các tài sản ngắn hạn khác	1.105	1.090	1.118
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>6.321</b>	<b>7.145</b>	<b>7.405</b>
Tài sản cố định	4.900	4.736	4.543
Tổng đầu tư	114	118	123
Tài sản dài hạn khác	85	88	92
<b>Tổng tài sản</b>	<b>11.420</b>	<b>12.087</b>	<b>12.163</b>
Vay & nợ ngắn hạn	1.939	1.996	1.380
Phải trả người bán	1.507	1.560	1.624
Nợ ngắn hạn khác	1.156	1.196	1.245
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>4.601</b>	<b>4.753</b>	<b>4.249</b>
Vay & nợ dài hạn	585	606	630
Các khoản phải trả khác	449	464	483
Vốn điều lệ và	2.305	2.305	2.305
LN giữ lại	866	1.268	1.711
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>5.785</b>	<b>6.265</b>	<b>6.800</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số			
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>11.420</b>	<b>12.087</b>	<b>12.163</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷVND)	12-22E	12-23E	12-24E
<b>LN trước thuế</b>	<b>423</b>	<b>650</b>	<b>701</b>
Khấu hao	512	542	571
Thuế đã nộp	(97)	(100)	(107)
Các khoản điều chỉnh khác	135	112	92
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>484</b>	<b>(511)</b>	<b>(122)</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>1.457</b>	<b>693</b>	<b>1.135</b>
Đầu tư TSCĐ	(386)	(386)	(386)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	(56)	(26)	(31)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(31)	(1)	(1)
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(472)</b>	<b>(412)</b>	<b>(417)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(763)	78	(592)
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(46)	(115)	(115)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(809)</b>	<b>(37)</b>	<b>(707)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	200	376	619
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>176</b>	<b>244</b>	<b>11</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	376	619	631

**Các chỉ số cơ bản**

	12-22E	12-23E	12-24E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	2,8%	4,5%	4,7%
Vòng quay TS	1,05	1,03	1,04
ROAA	2,9%	4,7%	4,9%
Đòn bẩy tài chính	2,12	1,95	1,86
ROAE	6,2%	9,1%	9,1%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	9,5	9,5	9,6
Số ngày nắm giữ HTK	126,1	143,0	143,4
Số ngày phải trả tiền bán	53,2	54,2	54,3
Vòng quay TSCĐ	2,35	2,51	2,72
ROIC	3,9%	6,2%	6,7%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,4	1,5	1,7
Khả năng thanh toán nhanh	0,6	0,6	0,7
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,2	0,3	0,3
Vòng quay tiền	82,4	98,4	98,7
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	8,2%	3,5%	4,1%
Tăng trưởng LN từ HKKD	(49,4%)	36,6%	4,1%
Tăng trưởng LN ròng	(60,7%)	68,9%	7,9%
Tăng trưởng EPS	(60,7%)	68,8%	7,9%

Nguồn: VND RESEARCH

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

---

### Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

### Hà Thu Hiền – Chuyên viên Phân tích

Email: [hien.hathu@vndirect.com.vn](mailto:hien.hathu@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>