

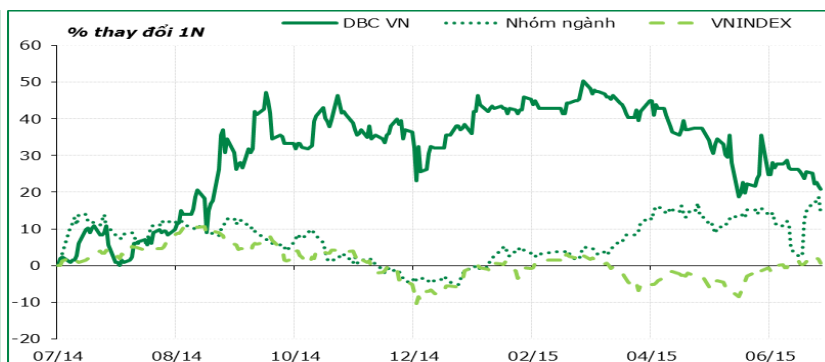
CTCP TẬP ĐOÀN DABACO (DBC)

Ngày 1 tháng 7 năm 2015

BÁO CÁO LẦN ĐẦU: NĂM GIỮ



Giá hiện tại (30/6/2015)	Đồng	24.000	
Giá mục tiêu	Đồng	25.400	
Khuyến nghị đầu tư ngắn hạn		NĂM GIỮ	
Mức kháng cự	Đồng	27.600	
Mức hỗ trợ	Đồng	24.000	
Mã Bloomberg: DBC VN	Sàn niêm yết: HNX		
Ngành:	Nông nghiệp		
Beta		0,84	
Giá thấp/cao nhất (52 tuần)		17.800 – 30.500	
Số lượng cổ phiếu (triệu)		62,7	
Vốn hóa (tỷ đồng)		1.506	
Cổ phiếu lưu hành tự do (triệu)		43,1	
KLGD BQ 12 tháng		295.770	
Sở hữu nước ngoài (%)		30,6%	
Năm	Cổ tức tiền mặt	EPS (đồng)	
2016F (*)	2,0%	3.047	
2015F (*)	N/A	2.748	
2014	5,9%	3.279	
2013	4,7%	3.316	
(*) EPS đã được điều chỉnh theo Thông tư 200			
	2011-15 CAGR	2015F (tỷ đồng)	2015-20F CAGR
Doanh thu	9,2%	5.566	9,7%
EBITDA	9,9%	520	10,1%
LN ròng	1,1%	230	11,9%
Chỉ số tài chính	DBC	Cùng ngành	VNI
P/E	6,9	12,0	12,2
P/B	0,9	1,2	1,7
Nợ/VCSH	1,0	1,1	8,7
EV/EBITDA	6,4	10,0	1,1%
ROE	5,9%	10,2%	9,8%



Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** cổ phiếu DBC dựa trên những luận điểm sau:

- ❖ **Tập trung trở lại vào mảng hoạt động kinh doanh cốt lõi thuộc lĩnh vực nông nghiệp:** Từ năm 2012, doanh thu từ mảng bất động sản giảm và DBC tập trung trở lại vào các hoạt động kinh doanh cốt lõi như sản xuất thức ăn chăn nuôi, chăn nuôi gia công và kinh doanh con giống. Nhờ đó, doanh thu thuần năm 2014 tăng 9% và doanh thu Q1/2015 tăng 3% so với cùng kỳ năm trước.
- ❖ **Việc mở rộng công suất sẽ tiếp tục hỗ trợ đà tăng trưởng:** Chúng tôi dự phóng doanh thu tăng 8,7% trong năm 2015, tương đương với mức tăng trưởng của những năm gần đây nhờ sản phẩm gà giống, lợn, gà thịt và trứng. Đối với những năm sau, tăng trưởng doanh thu CAGR dự kiến đạt 10% nhờ công suất tăng và tiềm năng thị trường chăn nuôi.
- ❖ **Biên lợi nhuận gộp giảm:** Mức độ cạnh tranh trên thị trường gia tăng, cùng với xu hướng đảo ngược đối với nguyên vật liệu thức ăn chăn nuôi và chi phí khấu hao đối với các nhà máy mới, có thể sẽ khiến biên lợi nhuận gộp của DBC giảm từ 11,3% năm 2015 xuống 10,3% năm 2020.
- ❖ **Chưa có yếu tố để tăng giá trong ngắn hạn:** Từ khi SCIC thoái vốn vào tháng 11/2014, cổ phiếu DBC dường như không có nhiều yếu tố hỗ trợ. Giá cổ phiếu khá ổn định trong thời gian vừa qua.

Giới thiệu về công ty: DBC tập trung sản xuất thức ăn chăn nuôi và giống gia cầm, gia súc. Công ty thành lập năm 1996 và niêm yết năm 2008. Tính đến Q1/2015, tổng tài sản đạt 4.160 tỷ đồng và tổng vốn chủ sở hữu là 1.793 tỷ đồng.

Vui lòng đọc kỹ khuyến nghị ở cuối báo cáo này

NỘI DUNG

NGÀNH SẢN XUẤT THỨC ĂN CHĂN NUÔI TẠI VIỆT NAM.....	3
CTCP TẬP ĐOÀN DABACO	6
Giới thiệu chung	6
Chiến lược	6
Cơ cấu sở hữu và vận hành.....	6
Kết quả hoạt động kinh doanh.....	7
Triển vọng năm 2015	11
DỰ PHÓNG.....	12
Thu nhập tài chính	13
Thuế suất	13
Lợi nhuận ròng	13
Cổ tức	13
Bảng cân đối kế toán	13
ĐỊNH GIÁ	14
Phương pháp định giá dựa theo thị trường	14
Mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF)	14
Phân tích kỹ thuật.....	15
Phụ lục 1: Danh sách các công ty con của DBC.....	16
Phụ lục 2: Dự phóng của VPBS	17

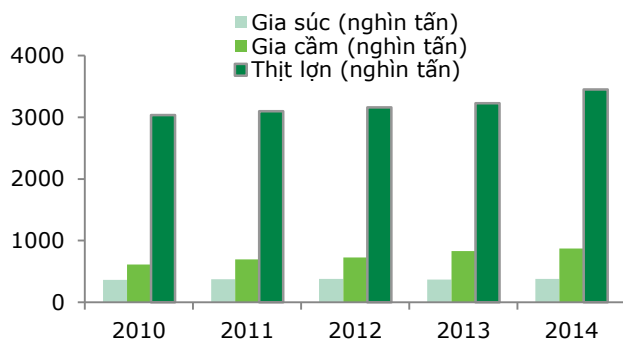
NGÀNH SẢN XUẤT THỨC ĂN CHĂN NUÔI TẠI VIỆT NAM

Nguồn cung thịt không đáp ứng đủ nhu cầu tiêu thụ.

Theo số liệu của Agromonitor, với dân số Việt Nam tăng lên mức hơn 90,7 triệu người cùng với lượng tiêu thụ thịt trung bình năm 2014 đạt 58,2 kg/người, Việt Nam đã tiêu thụ tổng cộng 5,28 triệu tấn trong năm 2014, bao gồm thịt lợn, thịt gia cầm và gia súc. Trong đó, thịt lợn là loại thịt được tiêu thụ nhiều nhất. Dân số tăng nhanh cũng như thu nhập người dân cao hơn sẽ giúp gia tăng lượng tiêu thụ thịt trong nước.

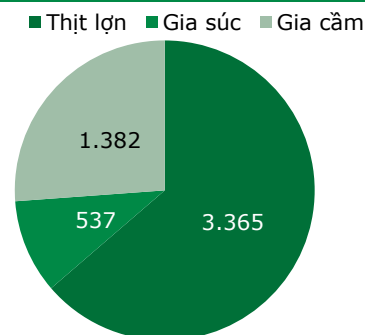
Trong khi đó, lượng thịt Việt Nam sản xuất được đạt khoảng 4,7 triệu tấn năm 2014, thấp hơn nhiều so với lượng tiêu thụ, tốc độ tăng trưởng lũy kế hàng năm (CAGR) đạt 4% trong giai đoạn từ năm 2010 đến năm 2014, theo số liệu của Tổng cục Thống kê (GSO). Trong 5 năm gần đây, sản lượng thịt gia cầm đạt tốc độ CAGR cao nhất, ở mức 9%; trong khi sản lượng thịt lợn và thịt gia súc chỉ tăng lần lượt 1% và 3% mỗi năm. Tuy nhiên, chỉ có thịt lợn hiện đang đáp ứng đủ nhu cầu tiêu thụ nội địa trong khi Việt Nam vẫn cần nhập khẩu thị bò và thịt gia cầm.

Lượng thịt sản xuất tại Việt Nam từ năm 2010 đến năm 2014



Nguồn: GSO

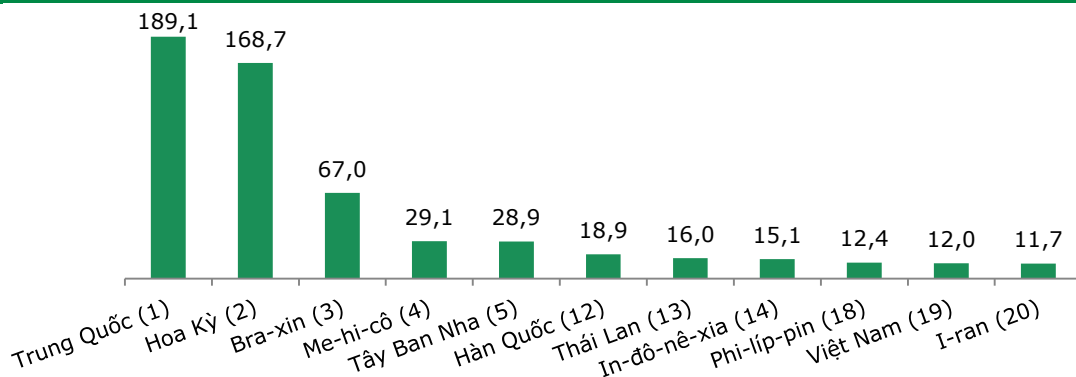
Cơ cấu lượng thịt tiêu thụ trong nước năm 2014 (nghìn tấn)



Nguồn: Agromonitor

Việt Nam nằm trong top 20 quốc gia sản xuất thức ăn chăn nuôi lớn trên thế giới. Trong năm 2014, Việt Nam đứng thứ 19 về hoạt động sản xuất thức ăn chăn nuôi công nghiệp cho lợn, gia súc và gia cầm.

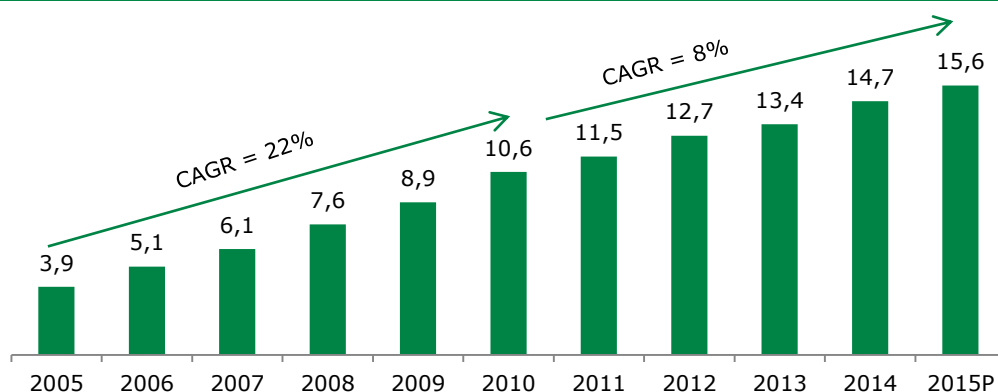
Các quốc gia sản xuất thức ăn chăn nuôi lớn trên thế giới (triệu tấn)



Nguồn: Alltech, Cục chăn nuôi

Tốc độ tăng trưởng giảm dần. Theo Hiệp hội Chăn nuôi Việt Nam, doanh thu thị trường thức ăn chăn nuôi hiện ước tính đạt 6 tỷ USD. Từ năm 2005 đến năm 2014, sản lượng thức ăn chăn nuôi công nghiệp (bao gồm thức ăn thủy hải sản) ghi nhận tốc độ CAGR khá cao 16% nhờ vào giai đoạn bùng nổ từ năm 2005 đến năm 2010 với mức tăng trưởng hai con số (22%). Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng sản lượng thức ăn chăn nuôi giảm dần, đạt 8% trong những năm sau đó.

Sản lượng sản xuất thức ăn chăn nuôi công nghiệp tại Việt Nam (triệu tấn)



Nguồn: Alltech, Cục chăn nuôi

Bên cạnh các loại thức ăn chăn nuôi sản xuất công nghiệp, thức ăn chăn nuôi tự chế biến chiếm tỷ trọng khá lớn mặc dù chưa được thống kê cụ thể. Tỷ lệ ước tính là 57% thức ăn chăn nuôi sản xuất công nghiệp trong nước và 43% còn lại là tự chế biến và nhập khẩu. Tỷ lệ này cũng có thể thay đổi phụ thuộc vào mức độ dao động giá của nguyên liệu đầu vào. Khi giá nguyên liệu giảm, trong khi giá loại thức ăn chăn nuôi sản xuất công nghiệp không đổi, thì nông dân sẽ tự chế biến thức ăn chăn nuôi để tiết kiệm chi phí. Số lượng thức ăn chăn nuôi tự chế biến cao cho thấy cơ hội đối với hoạt động sản xuất thức ăn chăn nuôi công nghiệp càng lớn, do thức ăn chăn nuôi tự chế biến không cung cấp đủ dưỡng chất tối ưu cho gia súc (đây là hoạt động tự phát, không theo công thức phù hợp cho từng loại gia súc).

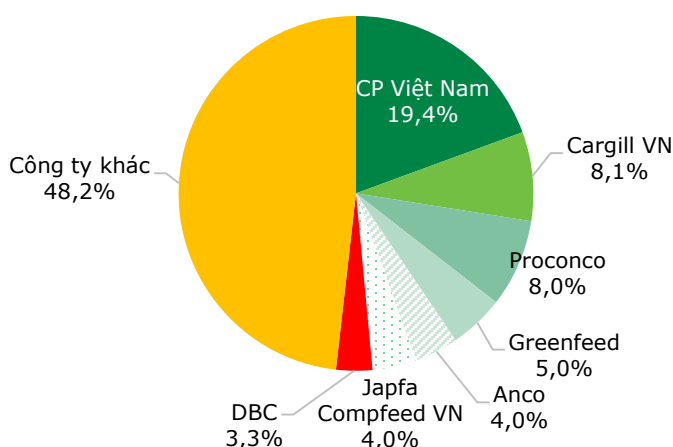
Việt Nam đã chi tiêu khá lớn để nhập khẩu nguyên liệu và thức ăn chăn nuôi, khoảng 3,3 tỷ USD năm 2014, tăng 5,7% so với năm trước. Trong 4T/2015, Việt Nam tiếp tục nhập khẩu 1,16 tỷ USD, tăng 27% so với cùng kỳ năm trước. Các loại nguyên liệu được nhập khẩu bao gồm các nguyên vật liệu có hàm lượng carbon-hydrat cao (như ngô, lúa mì), nguyên vật liệu có hàm lượng protein cao (như bột cá, bánh dầu đậu nành), hay các hợp chất bổ sung (như premix, khoáng chất hay axit amin).

Các công ty sản xuất nước ngoài hiện đang chi phối thị trường. Việt Nam có khoảng 239 doanh nghiệp sản xuất thức ăn chăn nuôi, trong đó gồm 59 doanh nghiệp nước ngoài (công ty liên doanh và các doanh nghiệp có vốn FDI). Những công ty nước ngoài này sản xuất theo quy mô lớn, xây dựng mạng lưới phân phối rộng khắp, chiếm 70% thị phần. Đây là nguy cơ cạnh tranh lớn đối với các doanh nghiệp nội địa. Ngoài ra, các doanh nghiệp nước ngoài đã xây dựng chuỗi giá trị đầy đủ từ khâu thức ăn, con giống đến nuôi trồng, nhà máy chế biến và mạng lưới phân phối. Các doanh nghiệp trong nước do nguồn lực có hạn nên chỉ

đầu tư vào một hoặc hai khâu trong chuỗi dây chuyền sản xuất. Gần đây đã có thêm một số doanh nghiệp nội địa mới thâm nhập vào thị trường như Tập đoàn Hòa Phát, Masan hay Hùng Vương đã mang lại động lực mới đối với ngành này. Cùng với chiến lược tiếp tục mở rộng của các doanh nghiệp nước ngoài, thị trường sẽ ngày càng cạnh tranh hơn. Tuy nhiên, như chúng tôi đã đề cập, khoảng 43% sản lượng thức ăn chăn nuôi là tự chế biến và nhập khẩu, do đó hoạt động sản xuất thức ăn chăn nuôi công nghiệp sẽ khá tiềm năng, khi nông dân chuyển từ chăn nuôi tự phát sang sản xuất theo quy mô lớn trong dài hạn. Vì vậy vẫn còn dư địa cho các công ty có thể chiếm lĩnh thị phần.

Dựa trên sản lượng thức ăn chăn nuôi là 410.000 tấn năm 2014 và sản lượng của Việt Nam ước đạt 12,2 triệu tấn, Dabaco chiếm khoảng 3,3% thị phần.

Cơ cấu thị trường phân loại theo nhà sản xuất thức ăn chăn nuôi



Nguồn: VPBS

Hoạt động sản xuất thức ăn chăn nuôi phụ thuộc lớn vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu. Nguyên liệu nhập khẩu chiếm khoảng 70%-75% chi phí sản xuất thức ăn chăn nuôi. Do những công ty đứng đầu vượt trội so với những công ty còn lại trên thị trường, nên có khả năng chuyển gánh nặng chi phí này sang cho khách hàng của họ. Bên cạnh đó, chăn nuôi gia súc cũng phụ thuộc nhiều vào việc nhập khẩu con giống, thuốc, vắc-xin và máy móc cho nông trại. Vì vậy, chi phí chăn nuôi trong nước đôi khi còn cao hơn những loại gia súc nhập khẩu.

Thách thức khi Hiệp định TPP có hiệu lực. Theo một số chuyên gia trong ngành, chi phí sản xuất thức ăn chăn nuôi của Việt Nam cao hơn khoảng 10% so với các nước trong khu vực. Chi phí chăn nuôi gia súc cao hơn khoảng 10%-15% so với các quốc gia khác. Ngoài ra, thuế nhập khẩu thịt vào Việt Nam hiện nay khá cao (5%-30% tùy loại thịt), do đó ngành chăn nuôi trong nước vẫn đang được bảo hộ. Tuy nhiên, điều này sẽ không tồn tại khi Hiệp định TPP có hiệu lực, ảnh hưởng nặng nề đến ngành chăn nuôi gia súc tại Việt Nam nếu thuế nhập khẩu giảm xuống mức 0%.

CTCP TẬP ĐOÀN DABACO

Giới thiệu chung

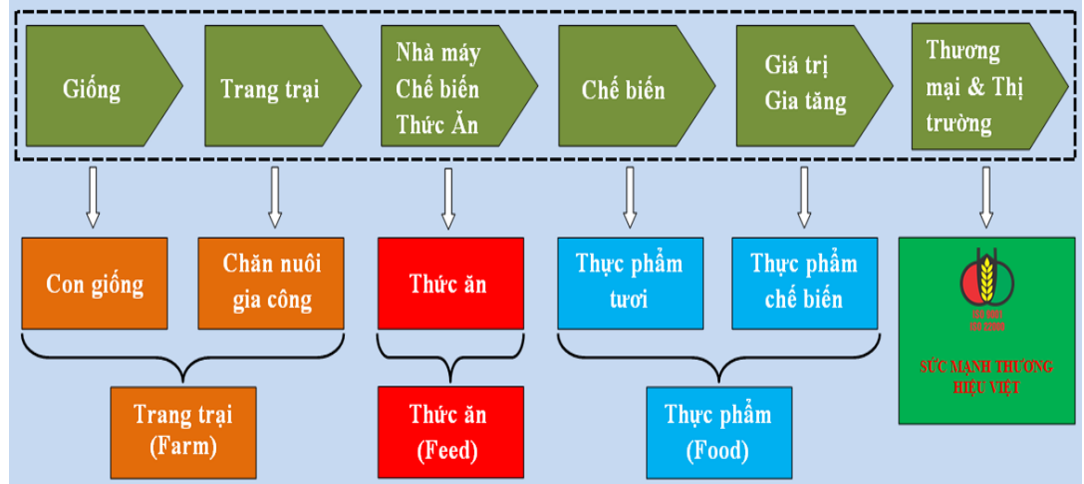
Dabaco sản xuất các sản phẩm liên quan đến nông nghiệp, kinh doanh bất động sản và xây dựng cơ sở hạ tầng.

CTCP Tập đoàn Dabaco (DBC) thành lập vào năm 1996, tiền thân là Công ty Nông sản Hà Bắc tại tỉnh Bắc Ninh. Hoạt động kinh doanh chính của DBC gồm sản xuất thức ăn chăn nuôi, và sản xuất kinh doanh giống gia cầm, gia súc. Công ty chính thức chuyển thành công ty cổ phần vào năm 2005 và niêm yết cổ phiếu tại Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) vào ngày 28/2/2008. Hiện nay khối lượng cổ phiếu đang lưu hành là 62,7 triệu. Tính đến Q1/2015, vốn chủ sở hữu của DBC là 1.793 tỷ đồng.

Chiến lược

Dabaco hướng đến mục tiêu phát triển tập đoàn vững mạnh trong ngành nông nghiệp – thực phẩm, ứng dụng công nghệ cao và mô hình chuỗi giá trị khép kín 3F gồm Trang trại (sản xuất giống gia súc, gia cầm), Thức ăn (sản xuất thức ăn chăn nuôi) và Thực phẩm (các loại thịt chế biến), kết hợp với chuỗi siêu thị Dabaco và các cửa hàng thực phẩm sạch. DBC có một nhà máy bao bì chuyên đóng gói sản phẩm bao bì nhựa PE và PB, sử dụng nội bộ và kinh doanh. Công ty từng hoạt động rất tốt trong mảng bất động sản và xây dựng ở những năm trước. Tuy nhiên, mảng này đã ngừng đóng góp lợi nhuận cho DBC do tình hình khó khăn chung của thị trường bất động sản.

Chuỗi giá trị của DBC



Nguồn: DBC

Cơ cấu sở hữu và vận hành

Hiện nay, DBC có 18 công ty con (sở hữu 100%), hỗ trợ hoạt động kinh doanh cốt lõi của công ty (xem thêm phụ lục 1).

Cơ cấu cổ đông của DBC khá đồng đều giữa các nhóm cổ đông chính: các cổ đông nội bộ và người lao động trong công ty sở hữu 30,3%, cổ đông nước ngoài chiếm 32%. Tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng trên thị trường là 38%.

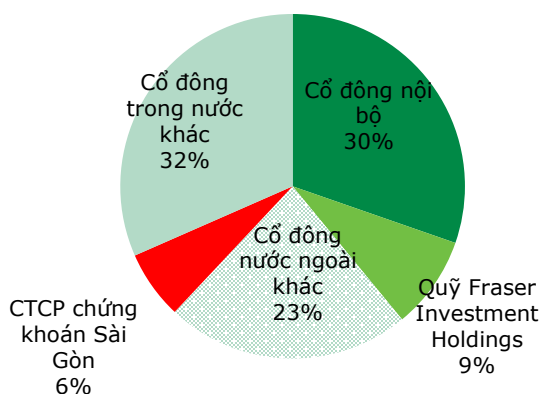
Ông Nguyễn Như So, Chủ tịch của DBC nắm giữ 18,27% cổ phiếu DBC. Ngoài ra, Quỹ Fraser Investment Holding Pte và CTCP Chứng khoán Sài Gòn là hai cổ đông tổ chức lớn của DBC, lần lượt nắm giữ 8,7% và 6,4%.

Gần đây, công ty có sự thay đổi nhân sự như sau:

- ❖ Ông Nguyễn Như So – Chủ tịch Hội đồng Quản trị (HDQT) thôi không kiêm nhiệm chức vụ Tổng Giám đốc điều hành.
- ❖ Bổ nhiệm Ông Nguyễn Khắc Thảo – Phó Chủ tịch HDQT được bổ nhiệm giữ chức Tổng Giám đốc điều hành.
- ❖ Ông Nguyễn Thế Tường – Thành viên HDQT được bổ nhiệm giữ chức Phó Tổng Giám đốc.
- ❖ Bà Nguyễn Thị Thu Hương – Thành viên HDQT kiêm Giám đốc Tài chính và Kế toán trưởng được bổ nhiệm giữ chức Phó Tổng Giám đốc.

Quyết định bắt đầu có hiệu lực từ ngày 18/5/2015.

Cơ cấu sở hữu



Cơ cấu quản trị

Tên	Vị trí	Năm sinh	Sở hữu
Hội đồng Quản trị			
Ông Nguyễn Như So	Chủ tịch HDQT	1957	18,27%
Ông Nguyễn Khắc Thảo	Phó Chủ tịch HDQT	1957	1,12%
Ông Nguyễn Hoàng Nguyên	Thành viên HDQT	1973	0,11%
Bà Nguyễn Thị Thu Hương	Thành viên HDQT	1964	1,70%
Ông Nguyễn Thế Tường	Thành viên HDQT	1970	1,06%
Ban Điều hành			
Ông Nguyễn Khắc Thảo	Tổng Giám Đốc	1957	1,12%
Bà Nguyễn Thị Thu Hương	Phó Tổng Giám đốc	1964	1,70%
Ông Nguyễn Thế Tường	Phó Tổng Giám đốc	1970	1,06%
Ông Nguyễn Văn Mạnh	Phó Tổng Giám đốc	1954	0,04%
Ông Phạm Văn Học	Phó Tổng Giám đốc	1978	0,00%
Ông Nguyễn Trọng Kích	Phó Tổng Giám đốc	1954	0,00%

Nguồn : DBC

Kết quả hoạt động kinh doanh

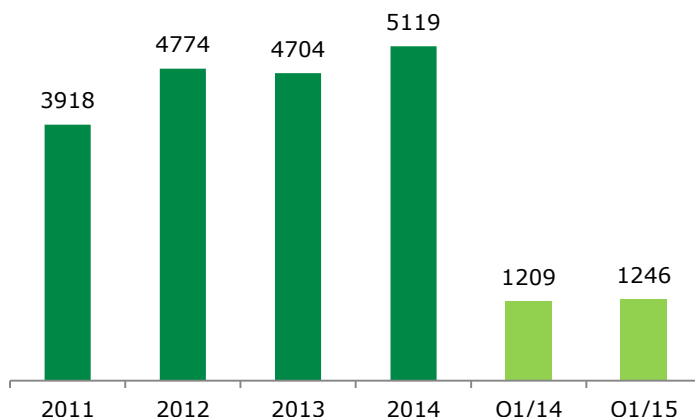
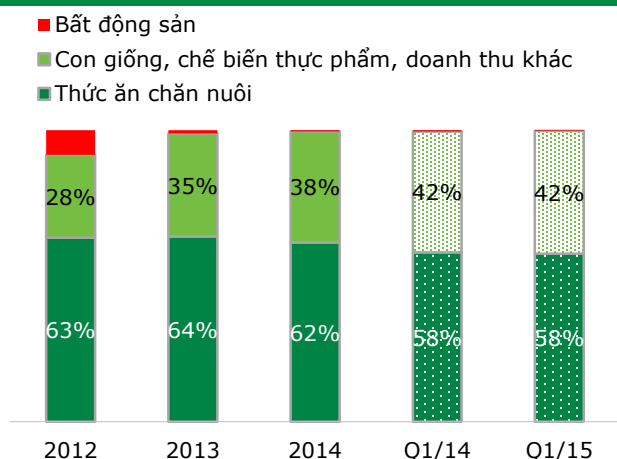
Doanh thu từ bất động sản giảm. Tập trung vào hoạt động kinh doanh cốt lõi.

Dabaco là doanh nghiệp chuyên sản xuất thức ăn chăn nuôi, con giống và chế biến thực phẩm. Ngoài ra, Dabaco cũng có các hoạt động kinh doanh khác như kinh doanh nguyên liệu, các chuỗi siêu thị, bất động sản và cơ sở hạ tầng.

Trong giai đoạn từ năm 2011 đến năm 2014, doanh thu thuần của DBC ghi nhận tốc độ CAGR đạt 9%, tuy nhiên mức tăng trưởng thay đổi khá lớn qua các năm. Đặc biệt, tốc độ tăng trưởng doanh thu tăng 22% năm 2012 sau đó giảm xuống -1% năm 2013 và hồi phục về 9% trong năm sau đó. Doanh thu giữa các mảng tăng giảm trái chiều là nguyên nhân dẫn đến sự biến động doanh thu của tập đoàn, chủ yếu là do doanh thu bất động sản chiếm tỷ trọng lớn trong những năm trước. Trong giai đoạn gần đây, DBC tập trung vào các sản phẩm nông nghiệp, giúp xu hướng tăng trưởng doanh thu ổn định hơn giai đoạn trước đó.

Cơ cấu doanh thu (%)

Doanh thu (tỷ đồng)



Nguồn: DBC

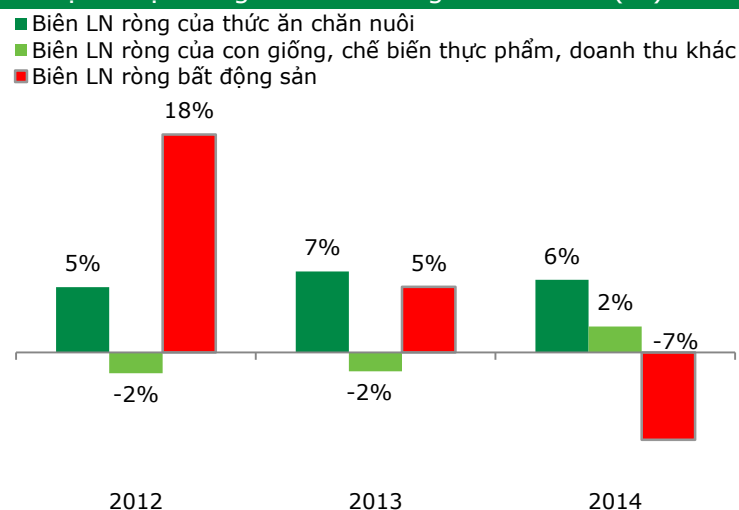
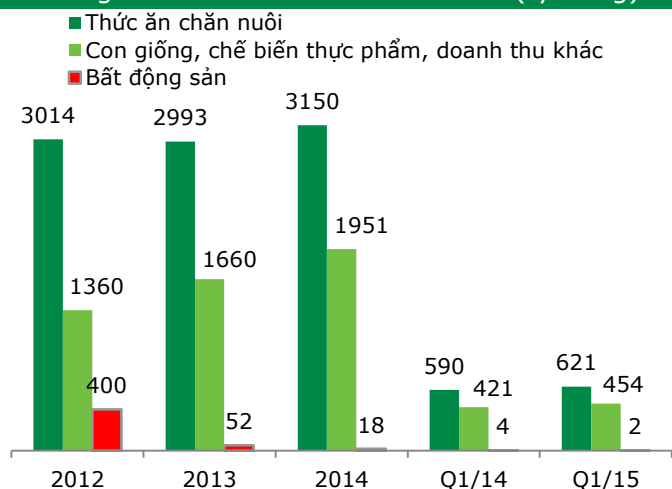
Hoạt động sản xuất thức ăn chăn nuôi

DBC sản xuất các loại thức ăn đa dạng cho gia súc, gia cầm và thủy hải sản với 6 nhãn hàng là Dabaco, Topfeeds, Khangtivina, Nasaco, Growthfeeds và Kinh Bắc; tổng cộng khoảng 100 sản phẩm, chủ yếu đóng theo bao 25kg. Các sản phẩm của DBC phần lớn được tiêu thụ ở các tỉnh phía Bắc, và gần đây có thâm nhập vào khu vực miền Trung.

Doanh thu từ sản xuất thức ăn chăn nuôi chiếm phần lớn 60% tổng doanh thu. Tốc độ tăng trưởng của mảng này ổn định với CAGR đạt 2% trong 3 năm gần đây. Biên lợi nhuận gộp và ròng duy trì lần lượt ở mức 16-17% và 6-7%.

Các mảng doanh thu chính của Dabaco (tỷ đồng)

Biên lợi nhuận ròng của các mảng kinh doanh (%)



Nguồn: DBC

Khách hàng

Hiện nay khách hàng của DBC là người nông dân ký theo hợp đồng và các đại lý cấp 1. DBC có khoảng 1.000 đại lý cấp 1 tại các tỉnh miền Trung và Nam. Trong 3 năm gần đây, sản lượng thức ăn chăn nuôi của DBC tăng từ 8% lên 10%, từ 345 nghìn tấn lên 410 nghìn tấn/năm.

Công suất sản xuất

Chúng tôi ước tính DBC có thể cung cấp khoảng 550 nghìn tấn thức ăn chăn nuôi mỗi năm. Trong đó 95% là thức ăn cho gia súc và gia cầm, và 5% là thức ăn cho cá. Năm 2014, DBC bán được 378.901 tấn thức ăn, tăng 10% so với năm trước. Giả định công suất vận hành hiện nay khoảng 70% và tăng trưởng hàng năm là 10%, DBC sẽ vận hành với công suất tối đa trong vòng 4 năm tới.

Gần đây, DBC đã đầu tư thêm nhà máy sản xuất thức ăn chăn nuôi tại khu công nghiệp Hòa Mạc, tỉnh Hà Nam với tổng giá trị đầu tư đạt 300 tỷ đồng trong năm 2015-2016. Công suất của nhà máy là 300 nghìn tấn mỗi năm, được quản lý bởi công ty con mới thành lập của Dabaco là Công ty TNHH Nasasco Hà Nam. Nhà máy này sẽ sản xuất thức ăn cho gia súc, gia cầm và thủy sản. Đồng thời, DBC còn đầu tư xây dựng trung tâm nuôi trồng lợn giống tại tỉnh Phú Thọ với tổng vốn đầu tư là 200 tỷ đồng. Vì vậy, tổng vốn đầu tư cho hai dự án là 500 tỷ đồng trong năm 2015 và 2016.

Công suất nhà máy sản xuất thức ăn chăn nuôi của Dabaco

Nhà máy	Loại	Bắt đầu	Công suất (tấn/giờ)	Công suất tối đa (tấn/năm)
Dabaco I	Thức ăn chăn nuôi	1997	5	30.030
Topfeeds	Thức ăn chăn nuôi	2002	30	180.180
Nhà máy Kinh Bắc	Thức ăn cho cá	2006	5	30.030
Dabaco II	Thức ăn chăn nuôi	2009	25	150.150
Nutreco	Thức ăn chăn nuôi	2011	22	132.132
Dabaco Hòa Sơn	Thức ăn chăn nuôi	2012	5	30.030
Tổng công suất hiện nay				552.552
Nhà máy mới tại Hà Nam	Thức ăn chăn nuôi	2017		300.000
Nhà máy mới tại Vinh Phúc - Phú Thọ	Thức ăn chăn nuôi	N/A		150.000
Nhà máy mới tại Bình Định	Thức ăn chăn nuôi			120.000 - 150.000
Tổng công suất mới				2.755.104 - 3.055.104

Nguồn: DBC, VPBS

Bên cạnh đó, DBC có kế hoạch mở rộng đầu tư trong dài hạn để nâng cao hoạt động chăn nuôi gia súc và hoàn thiện các dự án bất động sản như sau:

Kế hoạch đầu tư khác của Dabaco

Dự án trong tương lai	Địa điểm	Giá trị đầu tư	Thời gian thi công dự kiến
Nhà máy giống gà siêu trứng	Tiên Du, Bắc Ninh	125,4	2015 - 2016
Gà giống Yên Thế	Yên Thế, Bắc Giang	90,7	N/A
Trung tâm nuôi lợn giống	Phú Thọ	150	2015 - 2016
Mở rộng nhà máy chế biến thực phẩm	N/A	N/A	N/A
Dự án đang trong quá trình hoàn thiện			Thời gian thi công dự kiến
Nhà kho nguyên liệu để chế biến thức ăn	Khắc Niệm, Bắc Ninh	73,6	2014 - 2015
Cảng	Tiên Du, Bắc Ninh	55,8	2015 - 2016
Nhà máy chế biến bột cá	Cát Bà, Hải Phòng	N/A	N/A
Khách sạn @ đường Nguyễn Đăng Đạo	Bắc Ninh		
Hồ điều hòa Văn Miếu		Xây dựng - Chuyển giao	
Khu công nghiệp Quế Võ III			

Nguồn: DBC, VPBS

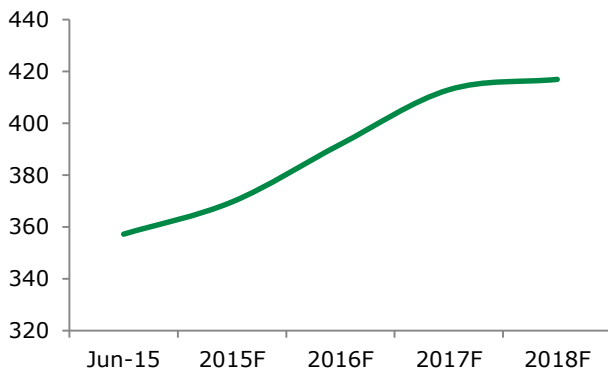
Hoạt động chăn nuôi là mảng đóng góp doanh thu lớn thứ hai của Dabaco, với CAGR đạt 20% trong giai đoạn từ năm 2012 đến năm 2014. Đây là mảng có tốc độ tăng trưởng cao nhất tuy nhiên biên lợi nhuận ròng thấp, chỉ khoảng 1%-2% hoặc có khi không tạo ra lợi nhuận trong kỳ.

- ❖ Chăn nuôi và tạo giống: Công ty cung cấp cho nông dân nhiều loại gà giống và lợn giống. Gần đây, DBC nổi tiếng với hoạt động bán giống “gà chín cựa” có chất lượng thịt tốt, mang lại giá trị cao đối với nhà nông.
- ❖ Thực phẩm: Các sản phẩm chính của DBC là trứng gà, thịt tươi sống và xúc xích, đặc biệt các loại trứng thường và trứng cao cấp có chứa Omega 3. DBC đã áp dụng công nghệ xử lý trứng của Hà Lan, tự động từ khâu làm sạch, tiệt trùng, cân và phân loại trứng. Do đó, Dabaco có thể kiểm soát về chất lượng trứng của mình. Các loại thịt chế biến, xúc xích hay thực phẩm đóng hộp chỉ chiếm tỷ lệ nhỏ trong doanh thu của DBC.

Do nguyên liệu đầu vào, sản xuất thức ăn, con giống và chăn nuôi là những khâu có liên quan mật thiết trong cả chuỗi giá trị, bất kỳ sự thay đổi trong khâu nào cũng có thể ảnh hưởng đến các khâu khác. Trong nửa đầu năm 2014, giá thịt thấp khiến người nông dân giảm quy mô chăn nuôi, dẫn đến nhu cầu tiêu thụ thức ăn chăn nuôi giảm. Trong nửa cuối năm 2014, tình trạng thiếu con giống trên thị trường cũng khiến lượng tiêu thụ thức ăn chăn nuôi giảm.

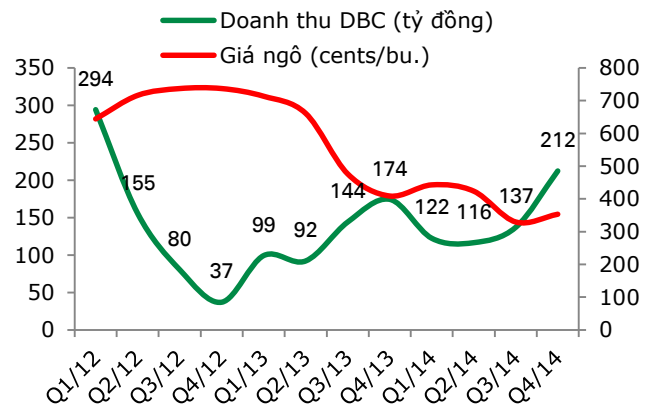
DBC đã nhập khẩu khoảng 60% nguyên vật liệu. Chúng tôi thấy rằng 80% giá vốn hàng bán của DBC là chi phí nguyên liệu, đồng nghĩa với việc xu hướng giá của những nguyên liệu này sẽ ảnh hưởng lớn đến hoạt động kinh doanh của công ty. Theo Bloomberg, giá ngô đang theo xu hướng tăng tuy nhiên tốc độ CAGR chỉ khoảng 4%. Chúng tôi cho rằng gánh nặng giá nguyên liệu tăng có thể được chuyển sang người tiêu dùng thông qua việc điều chỉnh giá bán.

Dự phóng giá ngô (cent/bu.)



Nguồn: Bloomberg

Doanh thu Dabaco theo quý và giá ngô



Nguồn: DBC

Bất động sản

DBC có khoảng 15 dự án bất động sản và cơ sở hạ tầng ở tỉnh Bắc Ninh. Trong đó, khu công nghiệp Quế Võ III là dự án lớn nhất với diện tích 598 ha. Hầu hết các dự án khác đang tạm thời ngừng lại. Ngoài ra, chúng tôi không có đủ thông tin về tiến độ các dự án hay chi phí đầu tư. Vì vậy, chúng tôi không đưa giá trị quỹ đất của DBC vào mô hình định giá. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng DBC có thể sẽ ghi nhận lợi nhuận bất thường nếu công ty chuyển nhượng một trong những dự án bất động sản như đã thực hiện với dự án Đền Đô năm 2012.

Danh sách các dự án đang được thi công của DBC

Dự án	Diện tích (ha)	Bắt đầu	Giá trị thi công tính đến cuối năm 2014 (tỷ đồng)
Khu công nghiệp Quế Võ III	598	2011	453
Hồ điều hòa Văn Miếu	31	2011	106
Các dự án khác	N/A		4
Tổng giá trị			568

Nguồn: DBC

Triển vọng năm 2015

DBC đặt mục tiêu doanh thu và lợi nhuận sau thuế (LNST) khá khiêm tốn, tăng trưởng lần lượt 6% và 7% so với năm trước, tương đương 7.963 tỷ đồng và 217 tỷ đồng. 30% kế hoạch doanh thu đến từ doanh thu nội bộ; nếu loại trừ khoản này thì doanh thu mục tiêu của DBC chỉ khoảng 5.504 tỷ đồng, tăng 8% so với năm trước. Gà giống, thịt lợn, gà và trứng gà là nhân tố chính đóng góp cho sự tăng trưởng của DBC trong năm 2015.

Kế hoạch năm 2015 của DBC

Loại	Đơn vị	2014	2015P	Tăng trưởng
Thức ăn chăn nuôi	tấn	378.901	410.000	8%
Gà giống	con	6.317.507	15.776.548	150%
Lợn cai sữa	con	140.300	120.068	-14%
Lợn sau cai sữa	con	562.000	570.000	1%
Lợn thịt (gia công)	kg	15.804.252	22.709.100	44%
Gà thịt (gia công)	kg	3.191.832	5.402.800	69%
Trứng	quả	75.063.830	120.005.600	60%
Tổng doanh thu	tỷ đồng	7.530	7.963	6%
Lợi nhuận trước thuế	tỷ đồng	249	258	3%
Lợi nhuận ròng	tỷ đồng	206	217	6%

Nguồn: DBC

Trong Q1/2015, DBC ghi nhận doanh thu thuần đạt 1.246 tỷ đồng, tăng 3% so với cùng kỳ năm trước. Kinh doanh thức ăn chăn nuôi chiếm phần lớn 60% doanh thu, phần còn lại đến từ mảng kinh doanh con giống, chăn nuôi gia công và chế biến thực phẩm. Doanh thu thức ăn chăn nuôi tăng nhẹ 6%, sản lượng tăng 9% so với cùng kỳ năm trước. Điều này cho thấy giá bán trung bình giảm khoảng 3%, đi cùng xu hướng giá nguyên vật liệu giảm.

Biên lợi nhuận mảng kinh doanh con giống dao động lớn do kết quả kinh doanh trái chiều giữa mảng kinh doanh giống gia cầm và giống gia súc. Trong Q1/2015, mảng này tăng khá với lợi nhuận ròng đạt 40 tỷ đồng so với mức lỗ 9 tỷ đồng trong Q1/2014. Giá thịt ổn định hỗ trợ doanh thu mảng chăn nuôi gia công và chế biến thực phẩm tăng 33%, đạt 2,7 tỷ đồng lợi nhuận ròng so với mức lỗ 6,6 tỷ đồng trong Q1/2014.

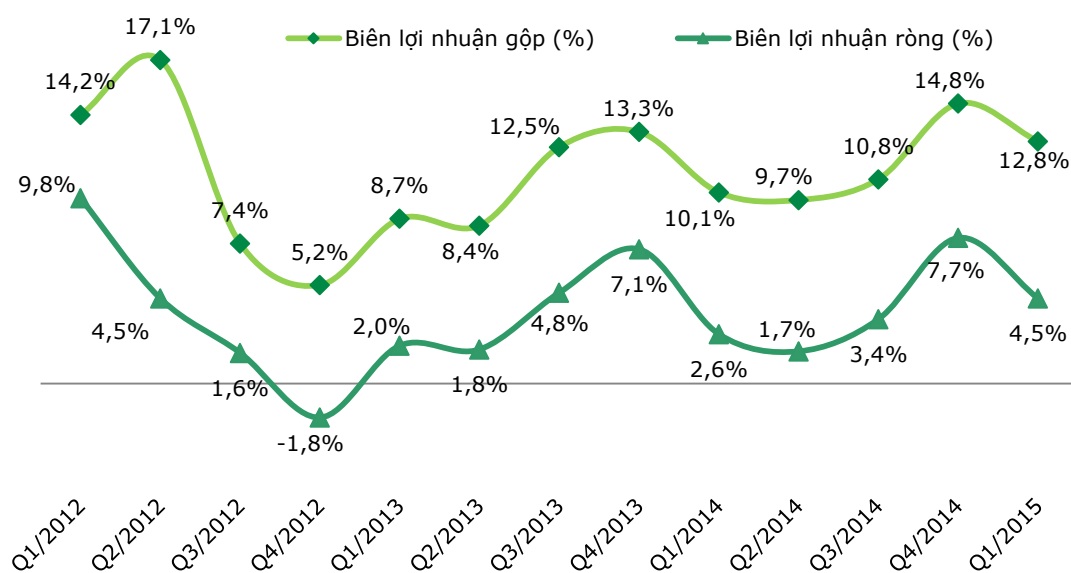
Kết quả kinh doanh Q1/2015 cho thấy DBC đã hoàn thành 24% kế hoạch doanh thu và 26% kế hoạch lợi nhuận ròng.

Hàng tồn kho chiếm tỷ lệ lớn nhất trong tổng tài sản. Tính đến cuối Q1/2015, giá trị hàng tồn kho của DBC đạt khoảng 2.063 tỷ đồng, chiếm 50% tổng tài sản. Bất động sản và hàng sản xuất dở dang chiếm phần lớn 52% trong cơ cấu hàng tồn kho, theo sau là nguyên vật liệu chiếm 31%.

Nợ vay ngân hàng chủ yếu là nợ ngắn hạn. Tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu đạt khoảng 99% tính đến ngày 31/3/2015. Nợ vay ngắn hạn chiếm 89% trong tổng nợ, và lãi suất trung bình là 8%.

Biên lợi nhuận hàng năm ổn định nhưng dao động mạnh giữa các quý. Trong 4 năm gần đây, biên lợi nhuận gộp của DBC dao động nhẹ trong khoảng 10,8%-11,9% mặc dù doanh thu các mảng dao động khá mạnh. Trong Q1/2015, biên lợi nhuận gộp của DBC tăng mạnh từ 10,1% trong Q1/2014 lên mức 12,8%. Bên cạnh đó, biên lợi nhuận ròng dao động trong khoảng 4,0%-5,6%. Trong ba tháng đầu năm 2015, biên lợi nhuận ròng đạt 4,5%, cao hơn nhiều so với cùng kỳ năm trước là 2,6%.

Biên lợi nhuận của Dabaco



Nguồn: DBC

DỰ PHÓNG

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần DBC sẽ ghi nhận tốc độ tăng trưởng CAGR là 10% trong 5 năm tới. Doanh thu dự kiến sẽ tăng trưởng mạnh từ năm 2017 nhờ vào nhà máy sản xuất thức ăn chăn nuôi mới và trung tâm nuôi lợn giống. Biên lợi nhuận gộp của DBC dự báo sẽ đạt 11,3%, giảm dần trong những năm sau đó và đạt mức 10,3% trong năm 2020, với giả định giá nguyên vật liệu tăng, mức độ cạnh tranh cao cùng với chi phí khấu hao nhà máy mới.

Doanh thu của Dabaco

Đơn vị: tỷ đồng	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Thức ăn chăn nuôi	3.150	3.402	3.674	4.042	4.446	4.890	5.379
Tăng trưởng (%)		8%	8%	10%	10%	10%	10%
Chăn nuôi, chế biến thực phẩm và các loại khác	1.951	2.146	2.361	2.597	2.856	3.142	3.456
Tăng trưởng (%)		10%	10%	10%	10%	10%	10%
Tổng doanh thu thuần	5.119	5.566	6.053	6.656	7.320	8.050	8.854
Tăng trưởng (%)		9%	9%	10%	10%	10%	10%
Biên lợi nhuận gộp (%)		11,3%	11,2%	11,1%	10,6%	10,4%	10,3%

Nguồn: VPBS dự phóng

Thu nhập tài chính

Thu nhập tài chính: Thu nhập từ tiền gửi dự kiến khoảng 5% tiền và các khoản tương đương tiền.

Chi phí tài chính: Lãi suất trung bình là 7% từ năm 2015 đến năm 2020.

Thuế suất

Do chúng tôi không có thông tin chi tiết về các khoản giảm trừ thuế của Dabaco, nên giả định công ty không được hưởng ưu đãi thuế và áp dụng mức thuế thu nhập doanh nghiệp như quy định.

Lợi nhuận ròng

Chúng tôi giả định tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp trên doanh thu là 4% từ năm 2015 đến năm 2020. Biên lợi nhuận ròng của Dabaco dự phóng ở mức 5%-6%, tăng dần hàng năm từ năm 2015 đến năm 2020. Theo đó, EPS của công ty năm 2015 dự kiến đạt 3.282 đồng (mức EPS này đã được điều chỉnh theo thông tư 200 có hiệu lực từ năm 2015).

Cổ tức

Thông thường DBC chi trả cổ tức bằng tiền mặt từ 10%-15% mỗi năm (tương đương 1.000 – 1.500 đồng/cổ phiếu). Tuy nhiên, đại hội cổ đông (ĐHCD) năm 2015 đã thông qua việc chi trả cổ tức bằng cổ phiếu theo tỷ lệ 5:1. Theo đó, vốn điều lệ sẽ tăng từ 630 tỷ đồng năm 2014 lên 750 tỷ đồng năm 2015. Trong những năm sau, chúng tôi ước tính Dabaco sẽ trả cổ tức bằng tiền mặt nhưng tỷ lệ giảm, khoảng 5%/năm để dành vốn cho hoạt động tái đầu tư.

Bảng cân đối kế toán

Những giả định chính đối với bảng cân đối kế toán hợp nhất của DBC:

- Số ngày bán hàng: ổn định ở mức 29 ngày so với trung bình 30 ngày trong ba năm trước
- Số ngày hàng tồn kho: ổn định mức mức 168 ngày, tăng từ mức 163 ngày
- Vòng quay phải trả: ổn định ở mức 54 ngày, tăng từ mức 51 ngày trong hai năm trước
- Tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn: duy trì theo tỷ lệ ổn định tương ứng với doanh thu và chi phí liên quan
- Chi phí đầu tư: Theo kế hoạch đầu tư của DBC năm 2015 trong biên bản họp ĐHCĐ, chúng tôi ước tính chi phí đầu tư mỗi năm khoảng 250 tỷ đồng.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng hai phương pháp gồm mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF) và phương pháp P/E và xác định giá hợp lý của cổ phiếu DBC là **25.400** đồng/cổ phiếu.

Mô hình định giá	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng	(đồng/cp)
P/E	27.924	50%	13.962
DCF	22.860	50%	11.430
Giá trị hợp lý			25.392

Phương pháp định giá dựa theo thị trường

Nếu chỉ so sánh chỉ số P/E thì có thể sẽ không đưa ra bức tranh tổng thể do các công ty cùng ngành trong khu vực đang giao dịch ở những thị trường khác nhau với mức lãi suất phi rủi ro và điều kiện kinh tế vĩ mô khác nhau. Để đưa ra sự so sánh hợp lý hơn, chúng tôi dựa trên chỉ số P/E tương đối và đưa ra giá trị hợp lý của DBC theo phương pháp này là 27.924 đồng/cổ phiếu.

Nhóm công ty cùng ngành

Tên công ty	Chỉ số P/E	Chỉ số P/E thị trường	Chỉ số P/E so với chỉ số P/E thị trường	ROE (%)	ROA (%)	EV/EBITDA
Thai Union Frozen Products PCL	17,24	20,1	0,9	13,4	5,2	15,2
Charoen Pokphand Foods Public	15,35	20,1	0,8	10,1	2,9	16,6
Huat Lai Resources Berhad	7,58	17,0	0,4	14,0	2,9	6,3
United Food Holdings Limited	8,83	15,1	0,6	2,2	2,1	3,0
NH Foods Ltd.	17,67	18,7	0,9	9,2	4,8	9,3
Korea Industrial Co., Ltd	7,16	17,4	0,4	12,7	5,9	7,2
Hanil Feed Co., Ltd	11,07	17,4	0,6	7,2	2,7	11,8
Sunjin Co., Ltd	11,45	17,4	0,7	12,6	5,5	12,8
<i>Trung bình</i>	<i>12,0</i>	<i>17,9</i>	<i>0,7</i>	<i>10,2</i>	<i>4,0</i>	<i>10,3</i>
Dabaco	6,97	12,9		13,2	5,8	6,4
EPS 2014	3.280					
Giá trị hợp lý của DBC (đồng/cp)	27.924					

Nguồn: Bloomberg, VPBS

Mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF)

Sử dụng phương pháp DCF, chúng tôi đạt được giá trị của DBC theo phương pháp này như sau. Số liệu dự phóng báo cáo kết quả kinh doanh và bảng cân đối kế toán được trình bày ở cuối báo cáo này.

Chi phí vốn chủ sở hữu		Chi phí sử dụng nợ	
Lợi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm	6,1%	Lãi suất dài hạn	8,0%
Beta	0,84	Thuế suất hiệu dụng	22,0%
Chênh lệch lãi suất thực tế	14,5%	Chi phí sử dụng nợ sau thuế	7,0%
Chi phí vốn chủ sở hữu	13,2%	Giá cổ phiếu hiện tại (đồng/cp)	26.000
		Số lượng cổ phiếu (triệu)	62,7
		Vốn hóa (tỷ đồng)	1.631
		Nợ vay (tỷ đồng)	1.389
		WACC	10,3%
		Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn	6,0 %
		Giá cổ phiếu (đồng/cp)	22.860

Nguồn: Bloomberg, VPBS

Phân tích kỹ thuật

Đồ thị kỹ thuật của cổ phiếu DBC cho thấy một xu hướng đi xuống khi giá cổ phiếu này phá vỡ ngưỡng hỗ trợ trung hạn của đường MA50 tại mức giá 29.300 đồng/cổ phiếu vào ngày 25 tháng 3 năm 2015. Sau hai lần thất bại khi kiểm nghiệm ngưỡng kháng cự của đường MA50 trong ba tháng gần đây, DBC hiện đang giao dịch tại ngưỡng hỗ trợ trung hạn quanh mức giá 24.000, tạo bởi vùng tích lũy trong tháng 5 năm 2015.

Khối lượng giao dịch của DBC cũng gia tăng trong thời gian gần đây, và giá cổ phiếu này đã tăng điểm trong ngày hôm nay, cho thấy lực cầu bắt đầu hấp thụ lực cung tại ngưỡng hỗ trợ. Chúng tôi kỳ vọng rằng điều này sẽ giúp giá cổ phiếu DBC chứng lại đà sụt giảm trong thời gian tới.

Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** cổ phiếu DBC cho đến khi nhìn thấy xu hướng mới của giá cổ phiếu.

Tại ngày 1/7/2015	(đồng/cp)
Thời gian phân tích	3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong 3 tháng	29.700
Giá thấp nhất trong 3 tháng	24.000
MA50 ngày hiện tại	25.900
MA100 ngày hiện tại	27.600
Ngưỡng kháng cự trung hạn	27.600
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn	24.000
Khuyến nghị	NẮM GIỮ

Diễn biến giá cổ phiếu



Nguồn: VPBS

Phụ lục 1: Danh sách các công ty con của DBC

Công ty con	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Hoạt động KD chính
CT TNHH Lợn giống Hạt nhân Dabaco	80	Chăn nuôi và kinh doanh gia súc, gia cầm
CT TNHH Lợn giống Dabaco	40	Chăn nuôi và kinh doanh gia súc, gia cầm
CT TNHH MTV Lợn giống Lạc Vệ	26	Chăn nuôi và kinh doanh gia súc, gia cầm
CT TNHH Đầu tư và Phát triển Chăn nuôi gia công	25	Hỗ trợ các hđ chăn nuôi và phân phối
CT TNHH Đầu tư Phát triển Chăn nuôi Lợn Dabaco	30	Chăn nuôi và kinh doanh gia súc, gia cầm
CT TNHH MTV Gà giống Dabaco	10	Chăn nuôi và kinh doanh gà giống
CT TNHH Chế biến Thực phẩm Dabaco	70	Giết mổ thịt gia súc gia cầm
CT TNHH MTV Dabaco Tây Bắc	20	Chăn nuôi và kinh doanh gia súc, gia cầm
CT TNHH Nông nghiệp Công nghệ cao Dabaco	20	Sản xuất và kinh doanh rau an toàn ứng dụng công nghệ cao
CT TNHH MTV Thương mại Hiệp Quang	30	Sản xuất và kinh doanh các sản phẩm bao bì nhựa
CT TNHH Dịch vụ Thương mại Bắc Ninh	17	Mua bán và xnk nguyên vật liệu sản xuất thức ăn chăn nuôi, kinh doanh dịch vụ khách sạn, nhà hàng
CT TNHH Bất động sản Dabaco	70	Kinh doanh bất động sản
CT TNHH Đầu tư Xây dựng và Phát triển Hạ tầng Dabaco	20	Xây dựng công trình và lắp đặt hệ thống điện, nước
CT TNHH Nutreco	50	Sản xuất và kinh doanh thức ăn gia súc, gia cầm
CT TNHH MTV Cảng Dabaco Tân Chi	10	Khai thác và kinh doanh vật liệu xây dựng
CT TNHH Xây dựng Đường Kinh Dương Vương 3 và Đường Trường Chinh	25	Xây dựng công trình dân dụng, nhà ở
CT TNHH Xây dựng Hồ điều hòa Văn Miếu Bắc Ninh	100	Xây dựng công trình dân dụng, nhà ở
CT TNHH Xây dựng Đường từ Đền Đô đến Đường vành đai II và TL295B Từ Sơn	200	Xây dựng công trình dân dụng, nhà ở

Phụ lục 2: Dự phóng của VPBS

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2014A	2015E	2016	2017	2018	2019	2020
Doanh thu	5.119	5.566	6.053	6.656	7.320	8.050	8.853
Tăng trưởng	9%	9%	9%	10%	10%	10%	10%
Giá vốn hàng bán							
GVHB (trừ khấu hao)	4.399	4.787	5.204	5.724	6.332	6.979	7.685
GVHB % Doanh thu	86%	86%	86%	86%	87%	87%	87%
Khấu hao trong GVHB	131	153	173	194	214	235	255
Giá vốn hàng bán	4.531	4.939	5.376	5.918	6.546	7.214	7.940
Trừ: Khấu hao trong GVHB	131	153	173	194	214	235	255
Giá vốn hàng bán	4.399	4.787	5.204	5.724	6.332	6.979	7.685
Lợi nhuận gộp	719	779	849	932	988	1.071	1.169
Chi phí bán hàng	111	120	131	144	158	174	177
Chi phí quản lý	133	139	146	154	161	169	178
Thu nhập từ công ty liên kết	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	476	520	572	634	669	727	814
Biên EBITDA	9%	9%	9%	10%	9%	9%	9%
Khấu hao	131	131	153	173	194	214	235
EBIT	345	388	419	461	475	513	579
Doanh thu tài chính	18	18	12	12	16	23	24
Chi phí tài chính							
Chi phí lãi vay	117	111	104	121	132	139	147
Lãi (lỗ) chênh lệch tỷ giá	-	-	-	-	-	-	-
Chi phí tài chính khác	6	-	-	-	-	-	-
Lãi (lỗ) thu nhập tài chính	(105)	(93)	(92)	(110)	(115)	(116)	(123)
Thu nhập khác	10	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	249	295	327	351	360	397	456
Chi phí thuế thu nhập	43	65	72	72	72	79	91
Thuế suất	17%	22%	22%	20%	20%	20%	20%
Lãi ròng	206	230	255	280	288	318	365
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	63	75	75	75	75	75	75
EPS (đồng)	3.279	2.748	3.047	3.341	3.439	3.800	4.359

Lưu ý: Từ năm 2015, EPS được điều chỉnh theo Thông tư 200, với giả định quỹ khen thưởng và phúc lợi chiếm 10% lãi ròng.

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2014A	2015E	2016	2017	2018	2019	2020
Tài sản ngắn hạn							
Tiền và các khoản tương đương tiền	281	63	122	221	352	420	210
Đầu tư ngắn hạn	88	109	109	109	109	109	109
Khoản phải thu ngắn hạn	335	454	479	502	576	625	684
<i>Vòng quay khoản phải thu</i>	24	30	29	28	29	28	28
Hàng tồn kho	2.143	2.137	2.419	2.668	2.907	3.234	3.557
<i>Vòng quay hàng tồn kho</i>	178	163	170	170	168	169	169
Tài sản ngắn hạn khác	130	148	147	142	146	145	144
Tài sản ngắn hạn	2.976	2.912	3.275	3.641	4.090	4.533	4.704
Tài sản dài hạn							
Nguyên giá	1.581	1.837	2.079	2.329	2.574	2.822	3.068
Khấu hao lũy kế	522	653	806	978	1.172	1.386	1.620
Tài sản cố định	1.059	1.184	1.274	1.350	1.402	1.436	1.448
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-	-	-
Tài sản cố định vô hình	-	-	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	185	139	162	151	156	153	155
Tài sản dài hạn	1.244	1.324	1.436	1.501	1.559	1.589	1.603
Tổng tài sản	4.220	4.235	4.711	5.142	5.649	6.123	6.307
Nợ phải trả ngắn hạn							
Khoản phải trả	721	668	789	834	941	1.027	1.137
<i>Vòng quay khoản phải trả</i>	60	51	55	53	54	54	54
Người mua trả trước	212	226	241	259	278	299	309
Vay và nợ ngắn hạn	1.222	1.113	1.211	1.331	1.464	1.610	1.328
Nợ phải trả ngắn hạn khác	60	60	60	60	60	60	60
Nợ phải trả ngắn hạn	2.215	2.068	2.302	2.484	2.744	2.997	2.834
Nợ phải trả dài hạn							
Vay và nợ dài hạn	168	194	181	187	184	126	145
Nợ dài hạn khác	7	7	7	7	7	7	7
Nợ phải trả dài hạn	175	201	188	195	192	133	152
Tổng nợ	2.390	2.269	2.490	2.679	2.936	3.129	2.986
Vốn chủ sở hữu							
Vốn cổ phần và thặng dư vốn cổ phần	1.046	1.046	1.046	1.046	1.046	1.046	1.046
Lợi nhuận được giữ lại	784	920	1.175	1.417	1.667	1.947	2.274
Vốn chủ sở hữu khác	-	-	-	-	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	1.830	1.966	2.221	2.463	2.713	2.993	3.320
Cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-	-
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	4.220	4.235	4.711	5.142	5.649	6.123	6.307
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	63	75	75	75	75	75	75
Giá trị sổ sách mỗi cổ phiếu (đồng)	29.167	26.109	29.495	32.707	36.028	39.751	44.094

Lưu chuyển tiền tệ	2014A	2015E	2016	2017	2018	2019	2020
Lợi nhuận ròng	249	230	255	280	288	318	365
Khấu hao	131	131	153	173	194	214	235
Thay đổi vốn lưu động	(48)	(185)	(184)	(223)	(209)	(290)	(271)
Các khoản điều chỉnh phi tiền tệ khác	101	60	(8)	29	14	24	8
LCTT từ hoạt động kinh doanh	434	236	216	259	285	266	337
Thanh lý TSCĐ	25	-	-	-	-	-	-
Đầu tư TSCĐ	(228)	(256)	(242)	(249)	(246)	(247)	(247)
Tăng/giảm đầu tư	338	-	-	-	-	-	-
Các hoạt động đầu tư khác	-	(21)	-	-	-	-	-
LCTT từ hoạt động đầu tư	135	(277)	(242)	(249)	(246)	(247)	(247)
(Chi trả cổ tức)	(88)	(94)	-	(38)	(38)	(38)	(38)
Tăng (giảm) vay và nợ ngắn hạn	4.060	(108)	97	121	133	146	(282)
Tăng (giảm) vay và nợ dài hạn	(4.322)	26	(13)	7	(3)	(59)	20
Tăng (giảm) vốn cổ phần	-	-	-	-	-	-	-
Các hoạt động tài chính khác	(76)	-	-	-	-	-	-
LCTT từ hoạt động tài chính	(426)	(176)	84	90	92	50	(300)
Số dư tiền mặt đầu tư	137	281	63	122	221	352	420
Thay đổi tiền mặt ròng	144	(217)	58	99	132	68	(210)
Dự kiến số dư tiền mặt cuối kỳ	281	63	122	221	352	420	210

Phân tích chỉ số	2014A	2015E	2016	2017	2018	2019	2020
Chỉ số sinh lời							
Biên LN gộp (trừ khấu hao)	11,5%	11,3%	11,2%	11,1%	10,6%	10,4%	10,3%
Biên EBITDA	9,3%	9,3%	9,4%	9,5%	9,1%	9,0%	9,2%
Biên LN hoạt động	6,7%	7,0%	6,9%	6,9%	6,5%	6,4%	6,5%
Biên LN ròng	4,0%	4,1%	4,2%	4,2%	3,9%	3,9%	4,1%
ROA	5,0%	5,4%	5,7%	5,7%	5,3%	5,4%	5,9%
ROE	11,6%	12,1%	12,2%	11,9%	11,1%	11,1%	11,6%
Hệ số nợ							
Khả năng thanh toán lãi vay (EBIT/Lãi)	2,9	3,5	4,0	3,8	3,6	3,7	3,9
EBITDA/ (I + Capex)	1,4	1,4	1,7	1,7	1,8	1,9	2,1
Tổng nợ/Vốn	43%	40%	39%	38%	38%	37%	31%
Tổng nợ/VSCH	76%	66%	63%	62%	61%	58%	44%
Chỉ số thanh khoản							
Hệ số vòng quay tài sản	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4
Hệ số vòng quay khoản phải thu	15,3	12,3	12,6	13,3	12,7	12,9	12,9
Hệ số vòng quay khoản phải trả	7,1	8,3	7,7	8,0	7,8	7,8	7,8
Hệ số vòng quay hàng tồn kho	2,4	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Hệ số thanh toán hiện hành	1,3	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,7
Hệ số thanh toán nhanh	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4

HƯỚNG DẪN KHUYẾN NGHỊ

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) sử dụng hệ thống khuyến nghị như sau:

Mua: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới lớn hơn +15%

Giữ: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới dao động từ -10% đến 15%

Bán: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới thấp hơn -10%

LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:

Barry David Weisblatt

Giám đốc Khối Phân tích
barryw@vpbs.com.vn

Ngô Thu Ba

Chuyên viên phân tích cao cấp
bant@vpbs.com.vn

Phạm Trần Hương Giang

Chuyên viên phân tích
giangpth@vpbs.com.vn

Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:

Marc Djandji, CFA

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Tổ chức
& Nhà đầu tư Nước ngoài
marcdjandji@vpbs.com.vn
+848 3823 8608 Ext: 158

Lý Đắc Dũng

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân
dungld@vpbs.com.vn
+844 3974 3655 Ext: 335

Võ Văn Phương

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1
Thành phố Hồ Chí Minh
phuongvv@vpbs.com.vn
+848 6296 4210 Ext: 130

Domalux

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2
Thành phố Hồ Chí Minh
domalux@vpbs.com.vn
+848 6296 4210 Ext: 128

Trần Đức Vinh

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ
Hà Nội
vinhtd@vpbs.com.vn
+844 3835 6688 Ext: 369

Nguyễn Danh Vinh

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai
Thành phố Hồ Chí Minh
vinhnd@vpbs.com.vn
+848 3823 8608 Ext: 146

KHUYẾN CÁO

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kì cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kì địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kì giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.

Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội
T - +84 (0) 4 3974 3655
F - +84 (0) 4 3974 3656

Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
T - +84 (0) 8 3823 8608
F - +84 (0) 8 3823 8609

Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh,
Quận Hải Châu, Đà Nẵng
T - +84 (0) 511 356 5419
F - +84 (0) 511 356 5418