CTCP Tập đoàn Dabaco Việt Nam (HSX – DBC)

Triển vọng tốt hơn nhưng tiềm ẩn rủi ro từ giá nguyên liệu đầu vào

Kết quả Q4/2021: Chi phí đầu vào tăng cao trong khi nhu cầu tiêu thụ và giá bán giảm khiến lợi nhuận suy giảm

- Dabaco công bố KQKD Q4/2021 với doanh thu thuần đạt 3.061 tỷ đồng tăng 6,8% y/y trong khi lợi nhuận sau thuế giảm 58% y/y đạt 112 tỷ đồng, thấp hơn kỳ vọng trước đó của chúng tôi. Nguyên nhân là do có sự sụt giảm đồng thời của 2 mảng kinh doanh chính là mảng thức ăn chăn nuôi và mảng chăn nuôi.
- Trong Q4/2021, mảng BĐS là yếu tố hỗ trợ quan trọng cho KQKD của DBC khi dự án Lotus Central được hạch toán giúp doanh thu từ mảng kinh doanh BĐS và hoạt động xây dựng tăng trưởng 147% so với cùng kỳ, đạt 656 tỷ đồng.

Triển vọng 2022 ổn định nhờ kỳ vọng giá heo tiếp tục phục hồi và tăng trưởng mạnh trong mảng chăn nuôi

- Tỷ lệ bao phủ vaccine cao tạo điều kiện cho người lao động yên tâm quay trở lại làm việc, các hoạt động ăn uống, trường học hoạt động trở lại,… giúp kích thích nhu cầu tiêu dùng thực phẩm.
- Nhu cầu tiêu dùng hồi phục tạo điều kiện cho phía doanh nghiệp chuyển một phần chi phí tăng lên sang người tiêu dùng, điều không thể thực hiện trong năm 2021, do đó chúng tôi tin rằng giá heo hơi trong nước sẽ tiếp diễn đà hồi phục trong năm 2022.
- DBC đang mở rộng quy mô đàn heo trên phạm vi cả nước, dự kiến cuối năm 2022 DBC sẽ đưa cùng lúc 3 dự án chăn nuôi heo là Tam Nông, Đồng Phú và Thạch Thành vào hoạt động, bên cạnh diễn biến giá heo nhiều khả năng hồi phục mạnh trong nửa cuối năm giúp lợi nhuận của DBC tăng trưởng cao từ nền thấp của năm 2021.

Bước tiến lớn khi trở thành một trong những doanh nghiệp đầu tiên sản xuất vaccine tả lợn Châu Phi

- DBC đã đạt được những kết quả tích cực trong nghiên cứu phát triển vaccine dịch tả lợn Châu Phi, hiện DBC đã ký thỏa thuận hợp tác với Cục Thú y và các tổ chức liên quan để đẩy nhanh tiến độ nghiên cứu, sớm đưa vaccine vào sản xuất thương mại. Chúng tôi kỳ vọng DBC sẽ sớm được giấy phép sản xuất vaccine, dự kiến vào Q2 tới và được bán thương mại kể từ năm 2023.
- Chúng tôi đánh giá đây là sự phát triển tích cực của DBC và kỳ vọng mảng vaccine sẽ có KQKD tốt trong tương lai. Qua đó, cải thiện biên lợi nhuận gộp và giảm bớt biến động từ mảng chăn nuôi và thức ăn chăn nuôi vốn có biên lợi nhuận mỏng và không ổn định. Trong báo cáo này chúng tôi chưa đưa mảng vaccine vào mô hình định giá.

Quan điểm và định giá

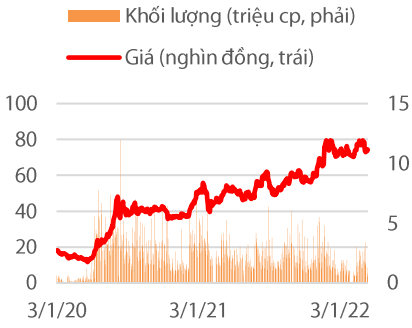
Chúng tôi kỳ vọng tất cả các mảng kinh doanh chính của DBC sẽ phục hồi tích cực trong năm 2022 tuy nhiên sẽ có sự phân hóa. Cụ thể ở nửa đầu của năm 2022, KQKD nhìn chung vẫn chưa thể phục hồi hoàn toàn so với cuối năm 2021 do chịu ảnh hưởng tiêu cực bởi chi phí nguyên liệu tăng cao và giá heo còn nhiều biến động. Ở nửa sau 2022 trở đi, về cơ bản cả 3 mảng kinh doanh chính là chăn nuôi, thức ăn chăn nuôi và BĐS sẽ trở lại kinh doanh ổn định và tăng trưởng cao nhờ nền so sánh thấp của năm 2021. Tuy nhiên, chúng tôi đặc biệt lưu ý rủi ro từ cuộc chiến Nga – Ukraina sẽ làm ảnh hưởng đến sự hồi phục trong hoạt động kinh doanh của DBC.

Chúng tôi sử dụng phương pháp FCFF và đưa ra giá mục tiêu 1 năm cho DBC lên 88.200 đồng/cp từ mức giá 74.400 đồng/cp trước đó, mức giá này tương ứng với tiềm năng tăng giá là 19% từ thị giá hiện tại và tương đương P/E mục tiêu cho năm 2022 là 12 lần. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** đối với cổ phiếu DBC.

KHUYẾN NGHỊ	Tích lũy
Giá hiện tại (VND):	74.400
Giá mục tiêu (VND):	88.200
LN nhuận kỳ vọng:	19%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU	
Ngành	Nông nghiệp
Vốn hóa (tỷ đồng)	8.574
SLCPĐLH (triệu cp)	115
KLBQ 3 tháng (nghìn cp)	1.411
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đ)	106
SH NĐTNN còn lại (%)	46,3%
BĐ giá 52 tuần (đồng)	46.200-79.500

Biểu đồ giá



Cổ đông lớn (%)	
Nguyễn Như So	28.29
SSI	8.16
Vietnam Equity Holding	4.84
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	*20*

Hiếu Nguyễn
(084) 028 - 6299 2006 – Ext 1295
hieu.nm@vdsc.com.vn

Chi phí đầu vào tăng cao trong khi nhu cầu tiêu thụ và giá bán giảm khiến lợi nhuận 2021 suy giảm

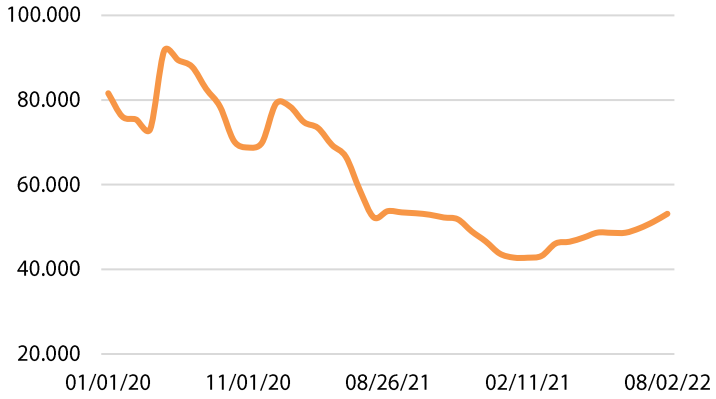
Dabaco công bố KQKD Q4/2021 với doanh thu thuần đạt 3.061 tỷ đồng tăng 6,8% y/y trong khi lợi nhuận sau thuế giảm 58% y/y đạt 112 tỷ đồng, thấp hơn kỳ vọng trước đó của chúng tôi. Nguyên nhân đến từ sự sụt giảm đồng thời của 2 mảng kinh doanh chính là mảng thức ăn chăn nuôi (TĂCN) và mảng chăn nuôi. Cụ thể,

(1) Ở mảng chăn nuôi, nguồn cung thịt heo tăng cao (tăng 7,3% so với cuối năm 2020) trong khi nhu cầu tiêu dùng yếu khiến giá heo trung bình theo tháng trên cả nước giảm mạnh và chính thức chạm đáy tại mức 42.700 đồng/kg từ đầu tháng 11/2021 và dần hồi phục. Tuy nhiên tốc độ hồi phục chậm, giá heo trung bình theo tháng cả nước chỉ đạt gần 49.000 đồng/kg hết tháng 12/2021, trong khi đó theo ước tính của chúng tôi giá vốn của DBC khoảng 48.980 đồng/kg như vậy với mức giá bán này thì DBC hoạt động gần như không có lãi.

(2) Ở mảng TĂCN, ngô, đậu tương và lúa mỳ là ba nguyên liệu chính sản xuất TĂCN cấu phần trên 50% tổng chi phí ghi nhận mức tăng xuyên suốt cả năm 2021. Giá nhập khẩu ba nguyên liệu này tăng khoảng 25% - 40% so với thời điểm cuối năm 2020. Trong khi giá bán tăng không đáng kể so với đà tăng nguyên liệu đầu vào khiến biên lợi nhuận suy giảm. Đơn cử như thức ăn hỗn hợp hoàn chỉnh cho heo thịt giá bán tại thời điểm cuối năm 2021 đã tăng khoảng 20% so với thời điểm cuối năm 2020, như vậy với giá bán tăng chậm hơn đà tăng của chi phí nguyên liệu đầu vào khiến biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp sản xuất TĂCN suy giảm đáng kể.

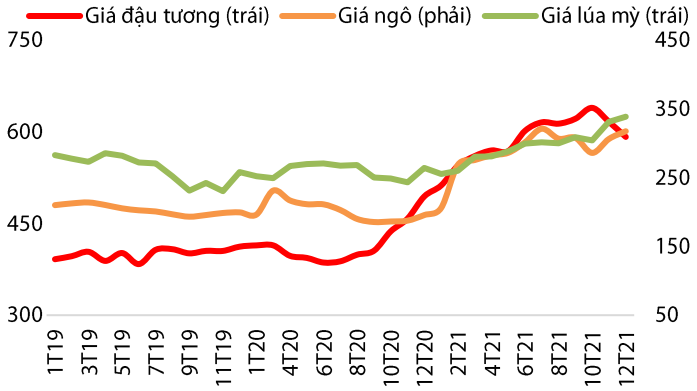
Trong Q4/2021, mảng BĐS là yếu tố hỗ trợ quan trọng cho KQKD của DBC khi dự án Lotus Central được hạch toán một phần giúp doanh thu từ mảng kinh doanh BĐS và hoạt động xây dựng tăng trưởng 147% so với cùng kỳ, đạt 656 tỷ đồng. Lũy kế cả năm, DBC đạt 10.813 tỷ đồng doanh thu thuần tăng 7,9% so với cùng kỳ, LNST ghi nhận sụt giảm mạnh, giảm 40,8% so với cùng kỳ đạt 830 tỷ đồng.

Hình 1: Giá heo trung bình theo tháng cả nước (đồng/kg)



Nguồn: Chăn nuôi Việt Nam, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Giá nhập khẩu trung bình ngô và đậu tương (USD/tấn)



Nguồn: Tổng cục Hải Quan, CTCK Rồng Việt

Bảng 1: Kết quả kinh doanh năm 2021 của DBC (tỷ đồng)

	Q4/2021	Q4/2020	% svck	2021	2020	% svck
Doanh thu	**3.061**	**2.867**	*6,8%*	**10.813**	**10.022**	*7,9%*
3F (Feed - Farm - Food)	2.405	2.602	-7,6%	9.925	9.580	3,6%
BĐS & Khác	656	265	147,5%	888	442	100,9%
Lợi nhuận gộp	**370**	**589**	-37,2%	**1.853**	**2.558**	-27,6%
3F (Feed - Farm - Food)	102	461	-75,5%	1.479	2.412	-38,7%
BĐS & Khác	268	127	111,0%	374	145	157,9%
Biên gộp	*12,1%*	*20,5%*		*17,1%*	*25,5%*	
EBIT	177	375	-52,93%	1.103	1.838	-39,98%
LNST	112	263	-57,62%	830	1.400	-40,76%

Nguồn: DBC, CTCK Rồng Việt

Triển vọng 2022 tốt hơn nhưng chủ yếu từ nửa cuối năm nhờ mảng chăn nuôi hồi phục và bàn giao 2 dự án bất động sản

DBC đã trải qua giai đoạn kinh doanh hết sức khó khăn ở nửa sau của năm 2021, do diễn biến dịch bệnh lan rộng dẫn đến nhu cầu tiêu dùng thực phẩm giảm mạnh, giá nguyên liệu đầu vào và chi phí bán hàng tăng lên trong khi DBC không thể chuyển chi phí cho khách hàng khiến lợi nhuận giảm đáng kể. Sang năm 2022 chúng tôi cho rằng KQKD của DBC sẽ dần ổn định và lấy lại đà tăng trưởng cao ở nửa sau của năm nhờ nền so sánh thấp cùng kỳ và có sự phục hồi ở 2 mảng kinh doanh chính. Cụ thể,

Giá heo tăng trở lại giúp mảng chăn nuôi dần hồi phục tuy nhiên cần lưu ý rủi ro giá TĂCN duy trì cao

Sau tác động nặng nề của làn sóng dịch bệnh lần thứ 4, Chính phủ đã thực hiện chương trình tiêm chủng quốc gia nhằm đẩy nhanh tỷ lệ bao phủ vaccine trong nước, kết quả Việt Nam đang thuộc 6 nước có tỷ lệ bao phủ vaccine cao nhất trên thế giới. Bên cạnh đó mũi vaccine tăng cường đang được đẩy mạnh mang lại tính khả thi cao cho chính sách sống chung với dịch và giúp diễn biến dịch bệnh sẽ không xấu thêm trong năm 2022.

Chúng tôi cho rằng, tỷ lệ bao phủ vaccine cao giúp người lao động yên tâm quay trở lại làm việc dù số ca nhiễm còn tăng cao. Đây là cơ sở quan trọng giúp cho thu nhập của các hộ gia đình quay trở về mức trước dịch. Trong khi việc nới lỏng các hoạt động ăn uống, cho phép học sinh, sinh viên trở lại trường học, mở cửa du lịch quốc tế… giúp nhu cầu tiêu dùng thực phẩm của người dân tăng trở lại sau thời gian dài bị hạn chế bởi các biện pháp phong tỏa và thu nhập giảm sút. Đây là cơ sở quan trọng giúp giá heo hơi hồi phục trong năm 2022.

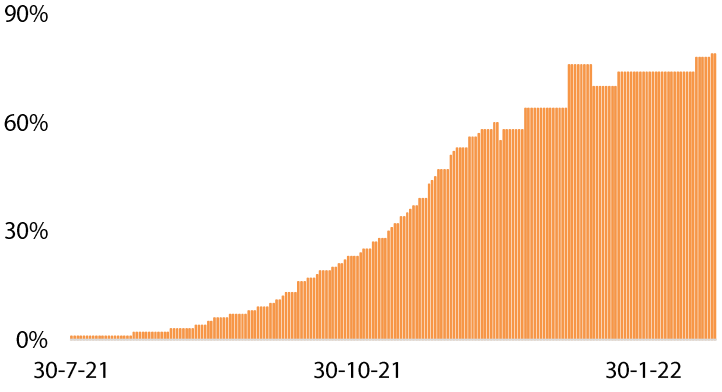
Vệc thiếu hụt nguồn cung trên thế giới khiến giá nguyên liệu TĂCN như ngô và đậu tương tăng lên mức cao nhất trong lịch sử trong năm 2021. Theo tổ chức USDA World Agricultural Supply and Demand Estimates (WASDE) sản lượng ngô và đậu tương thế giới giai đoạn 2021-2022 được dự báo sẽ tăng lần lượt là 7,6% và 4,2% so với năm 2021. Tuy nhiên, giá hai nguyên liệu này vẫn sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao ít nhất đến giữa năm 2022 do sức tiêu thụ mạnh cùng với chi phí sản xuất tăng cao đặc biệt là ở giá phân bón.

Bên cạnh đó, chi phí logistics vốn đang tăng cao do chuỗi cung ứng toàn cầu đứt gãy đã đẩy giá cả hàng hóa nhập khẩu tăng lên đáng kể trong năm 2021. Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng chi phí logistics sẽ dần hạ nhiệt kể từ nửa cuối năm sau khi chuỗi cung ứng toàn cầu được nối lại. Do vậy, việc phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu khiến chi phí TĂCN trong nước chưa thể hạ nhiệt trong nửa đầu năm.

Nhu cầu tiêu dùng hồi phục tạo điều kiện cho phía doanh nghiệp chuyển một phần chi phí tăng lên này sang người tiêu dùng trong năm 2022, điều không thể thực hiện trong năm 2021, do đó chúng tôi tin rằng giá heo hơi trong nước sẽ tiếp diễn đà hồi phục, trong đó ở nửa đầu năm diễn biến dịch bệnh còn phức tạp khiến giá heo chưa thể hồi phục hoàn toàn so với thời điểm cuối năm 2021, xu hướng hồi phục sẽ mạnh mẽ hơn ở nửa cuối năm, cùng với nền KQKD thấp ở nửa sau 2021 sẽ giúp KQKD của DBC tăng trưởng cao ở nửa cuối năm 2022.

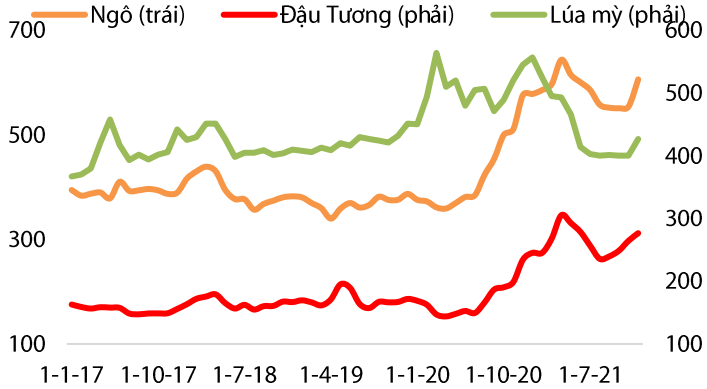
Tuy nhiên, trong trường hợp cuộc chiến Nga – Ukraine kéo dài, nguồn cung nguyên liệu TĂCN thế giới sẽ bị ảnh hưởng đáng kể vì Nga và Ukraine chiếm đến 30% tổng khối lượng lúa mỳ xuất khẩu, trong khi Ukraine cũng đồng thời là quốc gia xuất khẩu ngô lớn thứ 4 trên toàn cầu, chiếm tỷ trọng xuất khẩu khoảng 17%. Ngoài ra, chi phí sản xuất đậu tương, ngô và lúa mỳ – 3 thành phần chính của TĂCN, cũng sẽ tăng khi chi phí phân bón tăng cao do hoạt động xuất khẩu phân bón của Nga bị ảnh hưởng. Hiện Nga là quốc gia chiếm thị phần lớn trong hoạt động xuất khẩu 3 loại phân bón là Kali (18% thị phần), ammonia (20% thị phần), và ure (15% thị phần). Do đó, đà tăng giá nguyên liệu TĂCN có thể kéo dài và mạnh mẽ hơn nếu cuộc chiến giữa Nga – Ukraine leo thang, điều này sẽ là rủi ro cho DBC vì nếu giá nguyên liệu tăng quá cao, DBC khó có thể chuyển hết chi phí này sang khách hàng.

Hình 3: Tỷ lệ dân số được tiêm vaccine COVID-19 đầy đủ (%)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Diễn biến giá nguyên TĂCN trên thế giới (USD/tấn)



Nguồn: indexmundi, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Mảng BĐS tiếp tục là điểm sáng khi bàn giao cùng lúc 2 dự án trong năm 2022

Trong năm 2022, DBC có kế hoạch bàn giao cùng lúc 2 dự án chung cư tại Bắc Ninh là (1) chung cư Park View City (Huyền Quang) và (2) nhà ở xã hội phường Khắc Niệm. Trong đó, đáng chú ý ở dự án Park View City, hiện đã xây dựng xong phần thô, dự án có vị trí đắc địa tại trung tâm thành phố nằm sát 3 công viên và hồ điều hòa lớn nhất tỉnh Bắc Ninh, dễ dàng kết nối tới các tiện ích của thành phố. Chúng tôi thấy rằng, sau đợt mở bán lần đầu 5 tầng (tổng 30 tầng), giá bán hiện tại của dự án này đã được điều chỉnh tăng từ 10% - 20% tùy theo vị trí từng căn hộ. Do đó, chúng tôi điều chỉnh tăng doanh thu và lợi nhuận dự kiến của dự án này lên 1.011 tỷ đồng và 212 tỷ đồng so với 802 tỷ đồng và 205 tỷ đồng ở báo cáo trước đó. Nhờ vị trí rất thuận tiện, chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ nhanh chóng được bán hết trong nửa đầu năm 2023.

Trước mắt, chúng tôi ước tính DBC sẽ ghi nhận 60% giá trị dự án Park View City trong 2022 dựa trên giả định bắt đầu bàn giao nhà vào Q2/2022. Ngoài ra, chúng tôi ước tính DBC còn ghi nhận 30% dự án nhà ở xã hội phường Khắc Niệm và tiếp tục hạch toán phần còn lại của dự án Lotus Central (ước tính 40% giá trị dự án) trong năm 2022. Hiện tại, dự án Lotus central đã bán được trên 85% tổng số căn hộ, với giá trị người mua trả tiền trước tính đến hết năm 2021 còn 149 tỷ đồng, chúng tôi cho rằng dự án này sẽ tiếp tục đóng góp 101 tỷ đồng lợi nhuận cho DBC trong năm 2022. Giá trị còn lại của 2 dự án Park View City và NỞXH sẽ được hạch toán vào năm 2023.

Bảng 2: Giá trị còn lại tại dự án Lotus Central (tỷ đồng)

	2021	2020
Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	48	91
Người mua trả tiền trước	149	181

Nguồn: DBC, CTCK Rồng Việt

Tổng cộng, mảng bất động sản của DBC dự kiến ghi nhận 1.048 tỷ đồng doanh thu và 233 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế từ việc hạch toán 3 dự án này trong năm 2022.

Hình 5: Dự án Park View City

Nguồn: Cenhomes

Hình 6: Dự án NỞXH Phường Khắc Niệm

Nguồn: Cenhomes

Bảng 3: Thông tin dự án sắp bàn giao của DBC (tỷ đồng)

	Park View City	NỞXH P.Khắc Niệm
Vị trí	Đường Huyền Quang, TP. Bắc Ninh	Phường Khắc Niệm, TP. Bắc Ninh
Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	746,6	303
Tổng diện tích sàn (m2)	52.565	19.703
Dòng sản phẩm	Căn hộ chung cư	Căn hộ chung cư
Số căn hộ	458 căn hộ	- Cho thuê: 52 căn - Thương mại: 65 căn - Xã hội: 206 căn
DT dự kiến (tỷ đồng)	1.011	320
Thời gian bàn giao dự kiến	Trong Q2/2022	TrongQ3/2022
LNST ước tính (tỷ đồng)	212	14

Nguồn: DBC, CTCK Rồng Việt

Mảng chăn nuôi tăng trưởng mạnh mẽ trong những năm tới

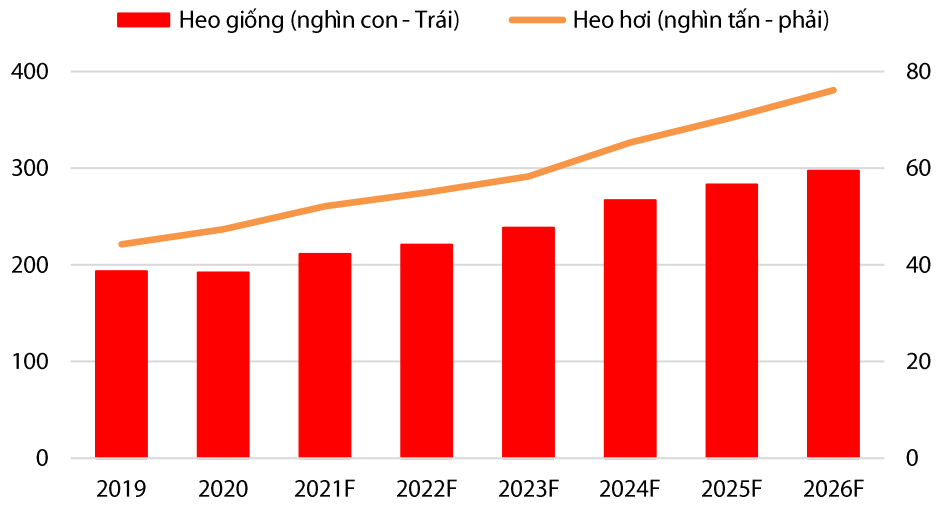
DBC có kế hoạch mở rộng quy mô đàn heo trên phạm vi cả nước, trước đó DBC chỉ tập trung phát triển tại thị trường miền Bắc. Dự kiến đến Q1/2023 quy mô heo thịt của DBC tăng thêm 285.000 con, tương ứng quy mô tăng thêm 40% so với đầu năm 2021 và 267.200 con lợn giống hậu bị và cai sữa.

Ngoài ra, đầu năm 2022 DBC đã hợp tác với Công ty Cổ phần Vật tư Kỹ thuật nông nghiệp Cần Thơ (TSC) thành lập liên doanh (DBC sở hữu 45% lợi ích) để phát triển quy mô heo thịt tại thị trường phía Nam. Theo kế hoạch liên doanh này sẽ đạt 1 triệu con đến năm 2028, tương đương với quy mô heo thịt hiện tại của DBC.

Bên cạnh đó DBC có kế hoạch mở rộng thêm công suất hoạt động của các nhà máy trong tương lai, theo kế hoạch đến năm 2028 tổng đàn heo thịt của DBC và phía liên doanh sẽ đạt 2,5 triệu con chiếm 10% thị phần cả nước. Với quỹ đất rộng lớn từ việc liên tục đầu tư mở rộng các trang trại chăn nuôi từ giai đoạn trước đó, chúng tôi tin rằng kế hoạch phát triển đàn heo của DBC là hoàn toàn khả thi và dễ dàng có thể thực hiện. Do đó, chúng tôi cho rằng mảng chăn nuôi của DBC còn rất nhiều tiềm năng phát triển.

Trong ngắn hạn, việc đưa cùng lúc 3 dự án chăn nuôi heo là Tam Nông, Đồng Phú và Thạch Thành vào hoạt động từ cuối năm nay bên cạnh diễn biến giá heo nhiều khả năng hồi phục mạnh trong nửa cuối năm sẽ giúp lợi nhuận của DBC tăng trưởng cao trong nửa cuối năm từ nền thấp từ năm 2021.

Hình 7: Dự phóng quy mô heo hơi và heo giống của DBC



Nguồn: DBC, CTCK Rồng Việt

Bên cạnh tăng trưởng mạnh của mảng chăn nuôi, DBC tiếp tục mở rộng giai đoạn 2 nhà máy ép dầu thực vật với tổng mức đầu tư 650-700 tỷ đồng, nâng công suất ép dầu lên gấp đôi trong khi chi phí đầu tư chỉ gần bằng một nửa so với giai đoạn 1 là 1.200 tỷ đồng. Hiện tại dự án đã được UBND tỉnh Bắc Ninh phê duyệt báo cáo đánh giá tác động môi trường. Theo kế hoạch, DBC sẽ đưa dự án này vào hoạt động trong Q4 năm nay. Chúng tôi ước tính DBC đạt 1.214 tỷ đồng doanh thu và 194 tỷ đồng lợi nhuận gộp từ mảng ép dầu trong năm 2022 và đạt 1.417 tỷ đồng doanh thu và 227 tỷ đồng LNG trong năm 2023.

Bước tiến lớn khi trở thành một trong những doanh nghiệp đầu tiên sản xuất vaccine tả lợn Châu Phi

DBC đang tập trung nghiên cứu phát triển vaccine dịch tả lợn Châu Phi và đã đạt được những kết quả nhất định, hiện DBC đã ký thỏa thuận hợp tác với Cục Thú y và các tổ chức liên quan để đẩy nhanh tiến độ nghiên cứu, sớm đưa vaccine vào sản xuất thương mại. Bên cạnh DBC thì Navetco và RTD cũng đang trong giai đoạn cuối cùng thử nghiệm và kiểm nghiệm vaccine dịch tả lợn Châu Phi. Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn dự kiến sẽ công bố vaccine dịch tả lợn châu Phi vào cuối Q1 và đầu Q2 tới.

Từ những chuẩn bị kỹ càng từng bước nghiên cứu, thử nghiệm và xây dựng cơ sở vật chất, nhân lực để sẵn sàng đưa vaccine vào sản xuất thương mại (DBC đang xin chủ trương của Sở Xây dựng tỉnh Bắc Ninh điều chỉnh một phần quy hoạch Trung tâm đào tạo nghề tại xã Lạc Vệ, huyện Tiên Du thành Viện nghiên cứu và sản xuất vaccine). Chúng tôi kỳ vọng DBC sẽ sớm hoàn thiện các yêu cầu cần có để nhận được giấy phép sản xuất vaccine trong thời gian sớm nhất, dự kiến vào Q2 tới.

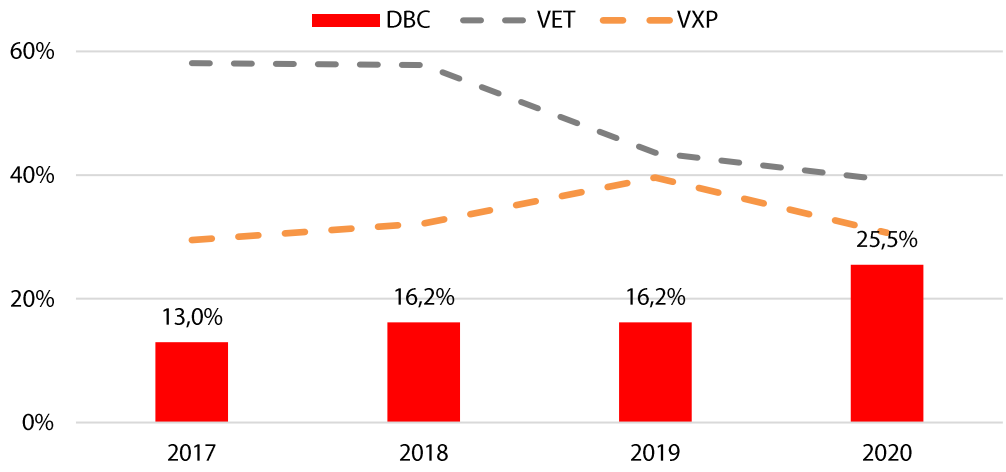
Với quy mô đàn heo trung bình hàng năm của Việt Nam trên 25 triệu con mỗi lứa (giai đoạn trước khi có dịch tả lợn Châu Phi) – 1 năm 2 lứa. Điều này sẽ mở ra cơ hội lớn lớn cho cả 3 doanh nghiệp không chỉ cung cấp vaccine cho thị trường trong nước mà còn mở ra cơ hội cho thị trường quốc tế sau khi vaccine được sản xuất thương mại (hiện trên thế giới chưa có vaccine tả lợn Châu Phi).

Bên cạnh đó, thông qua bức tranh tỷ suất lợi nhuận gộp mảng sản xuất vaccine của 2 doanh nghiệp đang niêm yết trên sàn là Navetco (VET) và Vetvaco (VXP), cho thấy biên lợi nhuận gộp mảng này vượt trội hơn 2 lần so với biên lợi nhuận gộp của DBC (loại trừ yếu tố bất

thường của giá heo tăng cao trong năm 2020). Chúng tôi đánh giá sản xuất vaccine dịch tả lợn Châu Phi là một bước tiến lớn của DBC để trở thành một doanh nghiệp chuyên biệt trong ngành nông nghiệp, từ sản xuất thức ăn, con giống, thịt cho đến thuốc vaccine.

Chúng tôi đánh giá đây là sự phát triển tích cực của DBC và kỳ vọng mảng vaccine sẽ có KQKD tốt trong tương lai. Nếu được cấp phép trong Q2, vaccine tả lợn Châu Phi của DBC sẽ được bán thương mại kể từ năm 2023. Qua đó, công ty có thể cải thiện biên lợi nhuận gộp và giảm bớt biến động từ mảng chăn nuôi cũng như thức ăn chăn nuôi - vốn có biên lợi nhuận mỏng và không ổn định. Trong báo cáo này chúng tôi chưa đưa mảng vaccine vào mô hình định giá.

Hình 8: Biên LNG của DBC với biên LNG mảng vaccine của 2 doanh nghiệp khác (%)



Nguồn: BCTC các doanh nghiệp, Chứng khoán Rồng Việt

Triển vọng dài hạn hấp dẫn từ dự án Khu đô thị Vạn An (đối ứng BT)

Khu đô thị Vạn An là dự án đối ứng dự án BT mà DBC được nhận khi thực hiện 2 dự án BT là Công viên Hồ điều hòa Văn Miếu và xây dựng tuyến đường H2 tại Bắc Ninh. Trong đó dự án Công viên Hồ điều hòa Văn Miếu đã được đưa vào hoạt động kể từ năm 2017 còn dự án tuyến đường H2 đang trong quá trình xây dựng.

Dự án tuyến đường H2 có tổng mức đầu tư là 655 tỷ, chiều dài 1,4 km do liên danh DBC và Tổng công ty xây dựng Trường Sơn làm chủ đầu tư. Dự án bắt đầu khởi công từ cuối tháng 5/2020 và dự kiến hoàn thành trong vòng 715 ngày ~ tháng 5/2022. Tuy nhiên trong quá trình triển khai, dự án gặp một số khó khăn về giải phóng mặt bằng nên khả năng sẽ không thể hoàn thành đúng tiến độ.

Chúng tôi được biết những khó khăn trên hiện đã được giải quyết, đơn vị thi công đã san lấp và tiếp tục triển khai dự án này, chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ hoàn thành trong cuối năm 2022 hoặc đầu năm 2023. Khi tuyến đường H2 được đưa vào sử dụng sẽ mở ra cơ hội rất lớn cho DBC khi triển khai dự án Vạn An.

Hình 9: Hình thi công dự án BT tuyến đường H2

Nguồn: Chứng khoán Rồng Việt

Nguồn: Chứng khoán Rồng Việt

Theo thông tin được công bố, khi hoàn thành dự án H2, DBC sẽ được đối ứng 2 dự án khác là: (1) KĐT Vạn An – 36,06 ha và (2) KĐT Khúc Xuyên - 58.46 ha. Cho đến thời điểm hiện tại UBND tỉnh Bắc Ninh đã có quyết định phê duyệt quy hoạch 1/500 dự án KĐT Vạn An. Chúng tôi kỳ vọng, dự án được triển khai sẽ mang đến triển vọng rất lớn cho DBC, bởi đây là dự án BĐS có quy mô lớn nhất từ trước đến nay của DBC, được quy hoạch với nhiều sản phẩm nhà ở đa dạng và tiện ích đi kèm, dự án có giá vốn thấp, vị trí đắc địa, 4 mặt của dự án đều tiếp giáp với tuyến đường huyết mạch của Thành phố và nằm sát trung tâm hành chính của tỉnh.

Theo quan sát của chúng tôi tại dự án KĐT Him Lam Thụ Ninh có vị trí bên trong gần với dự án KĐT Vạn An của DBC, hiện có giá bán tương đối tốt, giá bán đất nền tại dự án này dao động từ 55 – 70 triệu đồng/m2 tùy từng vị trí lô đất. Trong khi đó, dự án KĐT Vạn An của DBC đã hoàn thành đền bù phần đất ruộng từ những năm trước với chi phí đền bù khá thấp khoảng 159 triệu VNĐ/sào ~ 360 m2 (400 nghìn đồng – 500 nghìn đồng/m2). Cuối năm 2021, UBND tỉnh Bắc Ninh đã công bố mức giá đóng tiền sử dụng đất cho dự án KĐT Vạn An là 13,26 triệu VNĐ/m2 ~ 1.431 tỷ đồng đối với phần diện tích đất ở.

Như vậy, theo NĐ 69/2019/NĐ-CP về sử dụng tài sản công để thanh toán cho nhà đầu tư dự án BT về xây dựng công trình, sau khi trừ đi tổng mức đầu tư cho dự án tuyến đường H2 và Công viên Hồ điều hòa Văn Miếu, chúng tôi ước tính giá vốn của DBC tại dự án KĐT Vạn An thấp hơn nhiều so với giá thị trường hiện tại. Hiện DBC chưa công bố kế hoạch triển khai dự án này, chúng tôi cho rằng nguyên nhân chính là do tuyến đường H2 chưa hoàn thành. Trong tương lai khi tuyến đường H2 được đưa vào sử dụng sẽ thúc đẩy giá đất của dự án KĐT Vạn An và khu vực lân cận tăng lên đáng kể, việc triển khai dự án này sẽ mang lại dòng tiền rất lớn cho DBC.

Bảng 4: Thông tin dự án KĐT Vạn An của DBC

Thông tin	Diện tích (ha)
Đất ở:	**10,79**
Đất biệt thự:	2,56
Đất liền kề:	3,43
Đất ở hỗn hợp thấp tầng:	2,62
Đất nhà ở XH:	2,18
Đất hỗn hợp (Dịch vụ, văn phòng, chung cư…)	**4,34**
Đất thương mại DV	**2,09**
Khác	18,84
Tổng cộng	**36,06**

Nguồn: UBND tỉnh Bắc Ninh, Chứng khoán Rồng Việt

Hình 10: Phối cảnh KĐT Vạn An

Nguồn: DBC, Chứng khoán Rồng Việt

Dự phóng & định giá

Năm 2022, chúng tôi ước tính doanh thu và lợi ròng của DBC đạt lần lượt 11.922 tỷ đồng (+ 10,3% y/y) và 934 tỷ đồng (+12.5% y/y) tương ứng với EPS 2022F là 7.292 đồng/cp. Trong đó:

- Mảng TĂCN tiếp tục giữ tỷ trọng cao trong tổng doanh thu (~35%) đạt 4.094 tỷ đồng nhờ giá bán giữ ở mức cao đạt 12.815 đồng/kg tăng 15% so với năm 2020.
- Mảng chăn nuôi đạt 4.673 tỷ đồng, chiếm 39,2% tổng doanh thu, trong đó mảng chăn nuôi heo đạt 3.901 tỷ đồng (heo hơi đạt 3.331 tỷ đồng, heo giống là 570 tỷ đồng).
- Mảng BĐS tiếp tục tăng trưởng mạnh nhờ hạch toán 2 dự án Park View City (Huyền Quang) và (2) nhà ở xã hội phường Khắc Niệm cùng với phần còn lại của dự án Lotus Central. Chúng tôi ước tính doanh thu của mảng này trong năm 2022 đạt 1.048 tỷ đồng.

Chúng tôi sử dụng phương pháp FCFF và đưa ra giá mục tiêu 1 năm cho DBC lên 88.200 đồng/cp từ mức 73.096 đồng/cp trước đó, mức giá này tương ứng với tiềm năng tăng giá là 19% từ thị giá hiện tại và tương đương P/E mục tiêu cho năm 2022 là 12,0 lần. Với khả năng hồi phục trong kết quả kinh doanh nhờ rủi ro từ các biện pháp giãn cách tái áp đặt là thấp do chính sách mới "sống chung với COVID-19" của chính phủ, chúng tôi kỳ vọng hoạt động kinh doanh của DBC sẽ hồi phục rõ rang hơn nhờ nhu cầu tiêu dùng tăng trở lại. Chi phí TĂCN sẽ giảm dần trong nửa cuối năm sẽ giúp biên lợi nhuận tiếp tục cải thiện, trong khi đó nhiều dự án mở rộng quy mô đàn heo, TĂCN, dầu thực vật được đưa vào sử dụng sẽ tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng dài hạn cho DBC.

Rủi ro đầu tư

- KQKD nửa đầu năm sẽ kém tích cực do nền cao của cùng kỳ và diễn biến giá nguyên liệu đầu vào cao trong khi không đẩy được chi phí sang người tiêu dùng có thể khiến thị giá bị ảnh hưởng.

- Dịch bệnh kéo dài sẽ làm giảm nhu cầu tiêu dùng của người dân khiến giá heo hơi thấp hơn dự báo, kết quả lợi nhuận của DBC bị ảnh hưởng.
- Chi phí nguyên vật liệu sản xuất thức ăn chăn nuôi tiếp tục tăng cao sẽ ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của DBC, đặc biệt trong trường hợp cuộc chiến Nga – Ukraine kéo dài sẽ khiến giá nguyên liệu TĂCN thế giới tăng cao làm ảnh hưởng tới đồng thời tới cả 2 mảng chính của DBC là mảng chăn nuôi và TĂCN.
- Mảng BĐS được ghi nhận chậm hơn so với dự báo.

Đơn vị: Tỷ đồng

KQ HKD	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023E
Doanh thu thuần	**10.022**	**10.813**	**11.922**	**12.118**
Giá vốn	7.464	8.960	9.845	9.752
Lãi gộp	**2.558**	**1.853**	**2.077**	**2.366**
Chi phí bán hàng	380	405	447	454
Chi phí quản lý	339	344	358	364
Thu nhập từ HĐTC	30	27	30	47
Chi phí tài chính	320	199	207	195
Lợi nhuận khác	5	46	0	0
Lợi nhuận trước thuế	**1.554**	**980**	**1.099**	**1.402**
Thuế TNDN	154	150	165	210
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Lợi nhuận sau thuế	**1.400**	**830**	**934**	**1.192**
EBIT	1.838	1.103	1.272	1.548
EBITDA	2.304	1.595	1.674	2.028

%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023E
Tăng trưởng				(%)
Doanh thu	39,4	7,9	10,3	1,6
Lợi nhuận HĐKD	151,1	-30,8	4,9	21,2
EBIT	203,8	-40,0	15,3	21,7
Lợi nhuận sau thuế	358,9	-40,8	12,6	27,6
Tổng tài sản	5,3	7,2	3,5	7,1
Vốn chủ sở hữu	39,0	11,6	16,4	18,8
Khả năng sinh lợi				(%)
LN gộp / Doanh thu	25,5	17,1	17,4	19,5
EBITDA/ Doanh thu	23,0	14,8	14,0	16,7
EBIT/ Doanh thu	18,3	10,2	10,7	12,8
LNST/ Doanh thu	14,0	7,7	7,8	9,8
ROA	13,9	7,7	8,3	9,9
ROE	31,3	19,1	19,2	20,0
Hiệu quả hoạt động				(lần)
Vòng quay kh. phải thu	22,2	19,8	19,8	19,8
Vòng quay HTK	2,2	2,1	2,1	2,1
Vòng quay kh. phải trả	3,6	3,7	4,3	4,5
Khả năng thanh toán				(lần)
Hiện hành	1,1	1,1	1,3	1,5
Nhanh	0,3	0,3	0,3	0,5
Cấu trúc tài chính				(%)
Tổng nợ/ Vốn CSH	80,9	70,0	55,8	44,8
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	51,3	55,3	42,1	32,4
Vay dài hạn/ Vốn CSH	29,6	14,6	13,7	12,5

Đơn vị: Tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023E
Tiền	233	200	260	262
Đầu tư tài chính ngắn hạn	537	577	524	1.018
Các khoản phải thu	451	547	603	612
Tồn kho	3.349	4.202	4.617	4.574
Tài sản ngắn hạn khác	83	73	73	77
Tài sản cố định hữu hình	5.234	5.051	4.947	5.264
Tài sản cố định vô hình	0	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	102	105	108	111
Tài sản dài hạn khác	111	70	73	77
TỔNG TÀI SẢN	**10.101**	**10.825**	**11.205**	**11.995**
Khoản phải trả ngắn hạn	2.075	2.435	2.264	2.146
Vay và nợ ngắn hạn	2.158	2.599	2.300	2.100
Vay và nợ dài hạn	1.244	687	748	810
Khoản phải trả dài hạn	396	318	334	350
Quỹ khen thưởng. phúc lợi	22	90	93	99
Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
TỔNG NỢ	**5.894**	**6.129**	**5.739**	**5.505**
Vốn đầu tư của CSH	1.466	1.571	1.571	1.571
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	1.243	606	1.375	2.400
Khoản thu nhập khác	0	0	0	0
Quỹ đầu tư phát triển	1.498	2.520	2.520	2.520
TỔNG VỐN	**4.207**	**4.696**	**5.465**	**6.490**
Lợi ích cổ đông thiểu số	**0**	**0**	**0**	**0**

Bảng dòng tiền	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023E
LNTT	1.554	980	1.099	1.402
Khấu hao	449	470	401	479
Các điều chỉnh	293	184	-	-
Thay đổi vốn lưu động	(127)	(1.003)	(806)	(299)
Tiền thuần từ HĐKD	**2.169**	**631**	**693**	**1.582**
Thay đổi TSCĐ	(344)	(596)	(773)	(804)
Thay đổi các khoản đầu tư khác	(241)	253	(3)	(3)
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	1	3	-	-
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	**(584)**	**(340)**	**(776)**	**(807)**
Nhận/trả lại vốn góp	137	105	-	-
Vay mới/trả nợ vay	(1.252)	(115)	(238)	(139)
Cổ tức, lợi nhuận đã trả	(403)	(325)	(176)	(180)
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	**(1.518)**	**(335)**	**(414)**	**(319)**
Tiền đầu năm	**165**	**244**	**200**	**260**
Tiền thuần trong kỳ	67	(44)	(497)	457
Tiền thuần cuối kỳ	**233**	**200**	**260**	**262**

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-5% đến 5%	-20% đến -5%	<-20%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

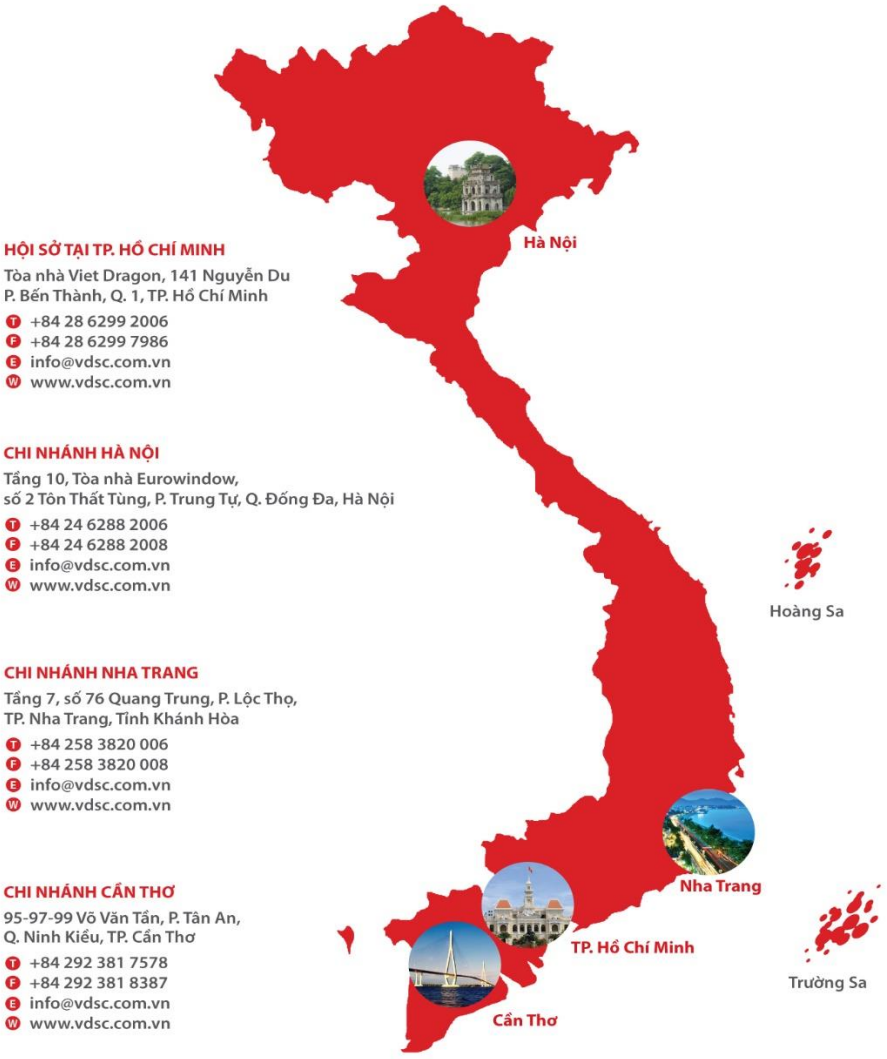
PHÒNG TƯ VẤN ĐẦU TƯ KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

Trần Hà Xuân Vũ
Trưởng phòng
vu.thx@vdsc.com.vn
+ 84 28 62992006 (1512)

Nguyễn Huy Phương
Phó phòng
phuong.nh@vdsc.com.vn
+ 84 28 62992006 (1241)

Phạm Thu Hà Phương
Chuyên viên
phuong1.pth@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1372)

Nguyễn Minh Hiếu
Chuyên viên
hieu.nm@vdsc.com.vn
+ 84 28 62992006 (1295)



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản cáo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2022.**