

Ngành Thực phẩm - ICB 3570  
Ngày 29 tháng 03 năm 2014

**BÁO CÁO PHÂN TÍCH DOANH NGHIỆP  
CTCP Tập Đoàn Dabaco Việt Nam (DBC)**

**ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ**



**ĐỒ THỊ GIAO DỊCH**



Đồ thị vẽ theo giá điều chỉnh đv KLg: 10,000cp

**KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ**

Quan điểm đầu tư	Mua mạnh
Giá kỳ vọng	30,400
Giá thị trường	22.900
Triển vọng 3 tháng	Tăng
Triển vọng 6 tháng	Tăng
Triển vọng 12 tháng	Đi ngang

**THÔNG TIN GIAO DỊCH**

CPLH hiện tại (triệu cp)	62,74
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	1.549
Tổng giá trị sổ sách (tỷ)	1.723
Sở hữu nước ngoài (%)	41,61%
Giá hiện tại (đ/cp)	24.400
KLTB 10 ngày (cp)	339.671
Giá thấp nhất 52T (đ)	16.500
Giá cao nhất 52T (đ)	26.600
+/- 7 ngày qua	-5,77%
+/- 1 tháng qua	-0,87%

Tạo lý phân tích

Trần Thị Hồng Tươi

Email: [tuoith@bsc.com.vn](mailto:tuoith@bsc.com.vn)

Phân tích kỹ thuật:

Nguyễn Biên Phòng

Email: [Phongnb@bsc.com.vn](mailto:Phongnb@bsc.com.vn)

DBC là doanh nghiệp sản xuất thức ăn chăn nuôi đầu tiên của Việt Nam phát triển mô hình kinh doanh khép kín từ sản xuất con giống đến thức ăn chăn nuôi, chăn nuôi gia công, chế biến thực phẩm và tiêu thụ sản phẩm. Mô hình này không chỉ tận dụng tốt lợi thế từ các mảng kinh doanh sẵn có của DBC mà còn hướng tới thị trường tiêu thụ thực phẩm có tốc độ tăng trưởng cao của Việt Nam và cạnh tranh với các thương hiệu ngoại nhập trong bối cảnh hội nhập kinh tế theo các cam kết WTO và sắp tới là TPP và FTA Việt Nam-EU. Tuy vậy TPP sẽ đem đến nhiều thách thức cho công ty, DBC đã chuẩn bị nâng năng lực để cạnh tranh với việc đầu tư lại toàn bộ trang trại, máy móc theo công nghệ mỹ: trang trại gà giống, trạm ấp trứng, kho thức ăn chăn nuôi,...

DBC là một trong 10 doanh nghiệp sản xuất thức ăn chăn nuôi lớn nhất Việt Nam. Sản xuất thức ăn chăn nuôi chiếm tỉ trọng cao nhất trong cơ cấu doanh thu của công ty (62,27% năm 2013). Công ty chiếm khoảng 20% thị phần tiêu thụ thức ăn chăn nuôi tại miền Bắc và miền Trung. DBC hiện có 4 nhà máy sản xuất thức ăn chăn nuôi với tổng công suất khoảng 520.000 tấn/năm và nhiều thương hiệu được tin dùng như Dabaco, Topfeeds, Nasaco, Khangti Vina và Kinh Bắc. Năm 2014, công ty đặt kế hoạch tiêu thụ 398.000 tấn, tăng 15,27% so với sản lượng tiêu thụ năm 2013, dự kiến đóng góp hơn 60% doanh thu toàn công ty.

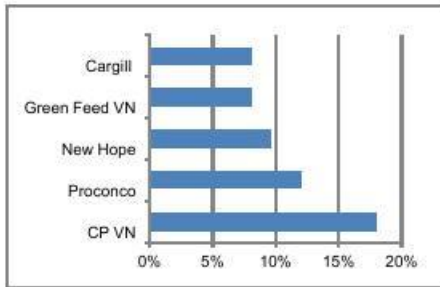
**Năm 2014, giá nguyên liệu đầu vào được dự báo giảm:** Giá ngô, lúa mì và đậu tương được dự báo giảm hoặc tiếp tục duy trì ở mức thấp trong năm 2014 do dư cung. USDA dự báo năm 2014 sản lượng ngô, lúa mì và đậu tương của thế giới tăng lần lượt là 12%; 9,5% và 7,2% trong khi nhu cầu chỉ tăng tương ứng là 9,5%; 3,6% và 4,2%. Thời gian qua công ty đã tích trữ đủ sản lượng ngô đảm bảo cho sản xuất đến tháng 11/2014.

**Dự báo kết quả kinh doanh năm 2014:** Công ty đặt mục tiêu doanh thu đạt 8.256 tỉ đồng (trong đó khoảng 30% là doanh thu nội bộ và chưa tính đến doanh thu bất động sản), lợi nhuận trước thuế và sau thuế lần lượt là 266 tỉ đồng và 210 tỉ đồng. Ở mức độ thận trọng, chúng tôi dự báo doanh thu năm 2014 của DBC đạt 5.039 tỉ đồng, tăng 7,11% so với năm 2013, lợi nhuận sau thuế đạt 219 tỉ đồng (tương đương EPS khoảng 3,500 đồng).

**Quan điểm đầu tư:** DBC là công ty thức ăn chăn nuôi lớn nhất niêm yết trên sàn với các hệ số định giá khá hấp dẫn, P/B nhỏ hơn 1 và P/E đang ở mức 7,5 lần. Kết quả kinh doanh năm 2014 được dự báo khả quan nhờ giá nguyên liệu và chi phí lãi vay giảm. Chúng tôi khuyến nghị mua mạnh cổ phiếu DBC với giá kỳ vọng 12 tháng tới là 30,400 đồng.

Các chỉ tiêu tài chính	2009	2010	2011	2012	2013
Doanh thu thuần (tỷ đ)	1.715	2.518	3.918	4.774	4.704
% tăng trưởng y-o-y		46,85%	55,61%	21,86%	-1,47%
Tổng tài sản (tỷ đ)	2.15	2.15	3.202	3.551	4.014
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	764	764	1.231	1.376	1.723
Vốn điều lệ (tỷ đ)	254	254	436	484	627
CPLH bình quân (Triệu cp)	25,45	25,45	43,61	43,61	62,74
LN sau thuế (tỷ đ)	82	176	220	250	191
% tăng trưởng y-o-y		115,80%	25,03%	13,30%	-23,46%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	3.210	6.928	5.332	5.221	3.136
Giá trị sổ sách (đ/cp)	30.005	30.005	28.23	31.559	27.456
Lợi nhuận gộp biên	11,27%	13,74%	11,47%	11,87%	10,83%
ROS	4,76%	7,00%	5,63%	5,23%	4,06%
ROE		23,09%	22,10%	19,16%	12,34%
ROA		8,20%	8,24%	7,40%	5,05%

Nguồn: BCTC DBC

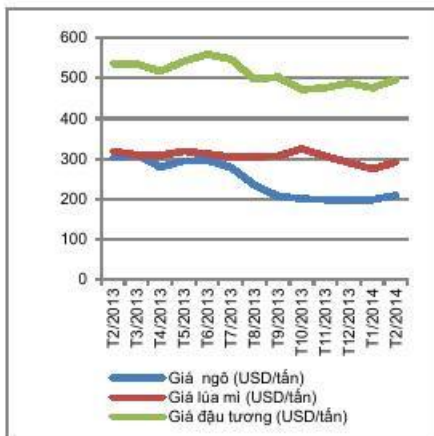
**TRIỂN VỌNG NGÀNH KINH DOANH**
**Thị phần sản xuất thức ăn chăn nuôi của các doanh nghiệp đầu ngành**


(Nguồn: Agromonitor)

**Công suất sản xuất của một số công ty lớn trên thị trường**

Công ty	Công suất (nghìn tấn/năm)
CP VN	3800
Proconco	1200
Cargill	1000
Japfa	520
Comfeed	520
Dabaco	520
Việt Thắng	350

(Nguồn: Green Feed)

**Diễn biến giá nguyên liệu thức ăn giao ngay thị trường thế giới (USD/tấn)**


(Nguồn: WB, Indexmudi)

**Năm 2014, tốc độ tăng trưởng sản lượng thức ăn chăn nuôi của Việt Nam được dự báo giảm:** Theo Agromonitor, sản lượng thức ăn chăn nuôi công nghiệp năm 2013 đạt 13,4 triệu tấn, tăng 1,2% so với năm 2012, mức tăng thấp nhất từ năm 2011 trở lại đây. Năm 2014, ngành chăn nuôi gia súc, gia cầm chưa có dấu hiệu phục hồi do sức mua nội địa thấp và do sức ép từ việc nhập khẩu bò sống (năm 2013, nhập khẩu bò sống tăng gấp 4 lần năm 2012). Cùng với đó, tỉ lệ sử dụng thức ăn tự trộn tăng (do giá nguyên liệu giảm trong khi giá thành thức ăn thành phẩm không giảm) cũng gây áp lực làm giảm sản lượng tiêu thụ thức ăn chăn nuôi ở Việt Nam.

**Doanh nghiệp ngoại chiếm lĩnh thị trường thức ăn chăn nuôi Việt Nam:** do có lợi thế về chi phí đầu vào, năng lực sản xuất và phân phối. Trong tổng số 233 doanh nghiệp sản xuất thức ăn chăn nuôi trên cả nước, có khoảng 15 doanh nghiệp FDI và liên doanh với 44 nhà máy nhưng lại sản xuất trên 7,15 triệu tấn/năm thức ăn chăn nuôi và chiếm đến 60% sản lượng tiêu thụ ở Việt Nam.

**Mức độ cạnh tranh ngành được dự báo tăng:** Rào cản gia nhập ngành thấp. Các doanh nghiệp dẫn đầu thị trường như CP Việt Nam, Japfa, Comfeed và New Hope đều đã công bố xây dựng thêm nhà máy sản xuất thức ăn chăn nuôi tại Việt Nam. Thêm vào đó, việc mở cửa thị trường theo các cam kết WTO, và sắp tới là TPP, FTA Việt Nam-EU có thể làm tăng sản lượng thức ăn chăn nuôi nhập khẩu và sản xuất tại Việt Nam qua đó tạo nên áp lực cạnh tranh cao đối với các công ty trong ngành.

**Phụ thuộc nhiều vào nguyên liệu nhập khẩu:** Năm 2013, Việt nam tiêu thụ 13,4 triệu tấn thức ăn chăn nuôi nhưng lại nhập khẩu đến 9 triệu tấn nguyên liệu thức ăn chăn nuôi do diện tích và năng suất trồng còn thấp, tỉ lệ hao hụt trong quá trình bảo quản cao (khoảng 30%). Trong đó, nhập khẩu nguyên liệu giàu đạm và giàu năng lượng lần lượt là 5 triệu tấn và 3 triệu tấn. Tổng giá trị nhập khẩu thức ăn chăn nuôi và nguyên liệu của Việt Nam năm 2013 là 3 tỉ USD, tăng 25,4% so với năm 2012, chỉ tính riêng 2 tháng đầu năm 2014 là 439 triệu USD, tăng hơn 22,9% so với cùng kỳ 2013.

**Năm 2014, giá thức ăn chăn nuôi và nguyên liệu được dự báo giảm:** Năm 2013, nguyên liệu thức ăn chăn nuôi thế giới giảm. Tính đến tháng 2/2014, giá ngô, lúa mì, đậu tương và bột cá giảm lần lượt là 30,8%; 8,36%; 7,38% và 11,91% so với cùng kỳ 2013. Tuy nhiên, giá thức ăn chăn nuôi của Việt Nam vẫn tăng 2,5% so với cùng kỳ năm ngoái do thị trường thức ăn chăn nuôi bị chi phối bởi các doanh nghiệp nước ngoài. Năm 2014, giá thức ăn chăn nuôi và nguyên liệu thế giới được dự báo giảm do nguồn cung dồi dào trong khi nhu cầu tiêu thụ giảm (Trung Quốc-nước tiêu thụ thức ăn chăn nuôi lớn nhất thế giới ngừng mua đậu tương từ Mỹ). Giá thức ăn chăn nuôi và nguyên liệu trong nước được kỳ vọng giảm cùng với xu hướng giảm giá thế giới và do lượng nhập khẩu từ cuối năm vẫn còn đủ để đáp ứng nhu cầu tiêu thụ trong nước.

**Hiệp định TPP nếu đạt được sẽ gây bất lợi cho các doanh nghiệp sản xuất thức ăn chăn nuôi trong nước:** Theo cam kết TPP, Việt Nam sẽ tiến hành mở cửa thị trường cho các nước tham gia TPP với thuế suất nhập khẩu có thể giảm về 0% khiến cho cung sản phẩm thức ăn chăn nuôi tăng trong khi cầu từ phía các hộ chăn nuôi giảm do nhập khẩu thực phẩm thịt chế biến tăng. Đồng thời các công ty nước ngoài trong lĩnh vực thức ăn chăn nuôi sẽ tận dụng lợi thế nhập khẩu nguyên liệu, để cạnh tranh giá thành với các doanh nghiệp trong nước.

**HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT VÀ KINH DOANH**

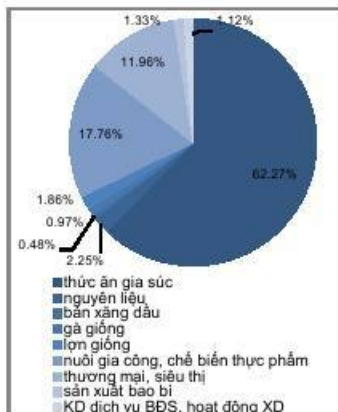
**Mô hình kinh doanh khép kín**



(Nguồn: DBC)

Tương tự CP Việt Nam, **DBC là doanh nghiệp sản xuất thức ăn chăn nuôi đầu tiên của Việt Nam phát triển mô hình kinh doanh khép kín** từ sản xuất con giống đến thức ăn chăn nuôi, chăn nuôi gia công, chế biến thực phẩm và tiêu thụ sản phẩm. Mô hình này không chỉ tận dụng tốt lợi thế từ các mảng kinh doanh sẵn có của DBC mà còn hướng tới thị trường tiêu thụ thực phẩm có tốc độ tăng trưởng cao của Việt Nam và cạnh tranh với các thương hiệu ngoại nhập trong bối cảnh hội nhập kinh tế theo cam kết WTO và sắp tới là TPP và FTA Việt Nam-EU. Tuy vậy TPP sẽ đem đến nhiều thách thức cho công ty, DBC đã chuẩn bị nâng năng lực để cạnh tranh với việc đầu tư lại toàn bộ trang trại, máy móc theo công nghệ mỹ: trang trại gà giống, trạm ấp trứng, kho thức ăn chăn nuôi,...

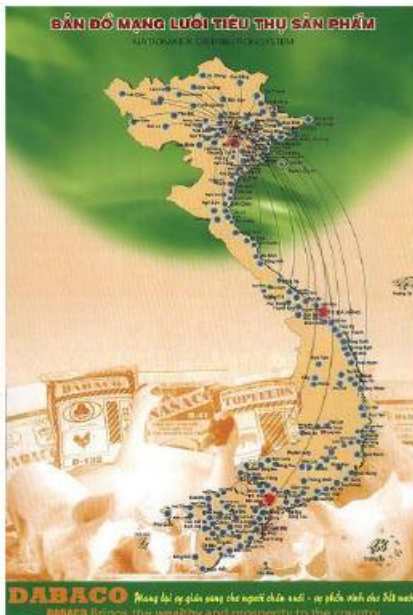
**Cơ cấu doanh thu DBC 2013**



(Nguồn: DBC)

**DBC là một trong 10 doanh nghiệp sản xuất thức ăn chăn nuôi lớn nhất cả nước.** Sản xuất thức ăn chăn nuôi chiếm tỉ trọng cao nhất trong cơ cấu doanh thu của công ty (62,27% năm 2013). Công ty chiếm khoảng 20% thị phần tiêu thụ thức ăn chăn nuôi tại miền Bắc và miền Trung. DBC hiện có 4 nhà máy sản xuất thức ăn chăn nuôi với tổng công suất khoảng 520.000 tấn/năm và có nhiều thương hiệu được tin dùng như Dabaco, Topfeeds, Nasaco, Khangti Vina và Kinh Bắc. Năm 2013, biên lợi nhuận gộp từ mảng sản xuất thức ăn chăn nuôi của DBC tăng từ 16,47% lên tới 18,79% do giá nguyên liệu giảm. Năm 2014, chúng tôi dự báo công ty tiếp tục được hưởng lợi từ việc giảm giá nguyên liệu thức ăn chăn nuôi. Công ty đặt kế hoạch tiêu thụ 398.000 tấn, tăng 15,27% so với sản lượng tiêu thụ năm 2013, dự kiến đóng góp hơn 60% doanh thu toàn công ty.

**Mạng lưới phân phối của DBC**



(Nguồn: DBC)

**Chăn nuôi gia công và chế biến thực phẩm** chiếm 17,76% doanh thu, đạt 859 tỉ đồng năm 2013, tăng 38,71% so với năm 2012. Tuy nhiên, do giá lợn, gà đặc biệt là gà trắng thường xuyên ở mức thấp trong thời gian dài, các đơn vị phải bán dưới giá thành sản xuất, khiến hai công ty gia công của DBC đều lỗ. Năm 2014, chúng tôi kỳ vọng mảng chăn nuôi gia công của công ty sẽ thu được hiệu quả cao hơn nhờ áp dụng thành công chỉ tiêu FCR trong tính toán thời gian, trọng lượng nuôi ở từng thời điểm. (Năm 2013, công ty đã khảo nghiệm thành công chỉ tiêu FCR đối với đàn lợn thịt để áp dụng cho chăn nuôi gia công và tiếp tục thực hiện khảo nghiệm đối với đàn gà trắng).

**Doanh thu kinh doanh bất động sản và xây dựng giảm mạnh:** giảm 94,65% so với năm 2012, xuống còn 54 tỉ đồng năm 2013, các dự án bất động sản hầu như không có giao dịch. Biên lợi nhuận gộp của mảng kinh doanh này cũng giảm mạnh, giảm từ 71,73% năm 2012 xuống còn 17,95% năm 2013. Năm 2014, công ty tạm dừng đầu tư mới vào các dự án kinh doanh bất động sản và xây dựng, tập trung quảng bá, phân đấu bán hết các dự án bất động sản hiện có, lựa chọn đối tác để chuyển nhượng một số dự án. Trong đó, đáng chú ý:

Dự án BDS Đền Đò, đây là dự án đã thực hiện mua bán nội bộ và đã hạch toán lợi nhuận. Ban lãnh đạo công ty cam kết trong Q2 sẽ thực hiện bán xong 50% dự án trong Q2 và 50% sẽ được thực hiện trong Q3, Q4 để thu tiền về. Giá bán sẽ không thấp hơn so với giá hạch toán nội bộ.

Dự án khu công nghiệp Quế Võ 3: Công ty đã hoàn thành giải phóng mặt bằng 200 ha. DBC cũng đã thanh toán tiền đền bù đất cho người dân từ 2010 với giá 69 triệu đồng/sào. Năm 2014, công ty đang dự kiến đầu tư hệ thống điện nước nhằm thu hút các nhà đầu tư. Đồng thời, DBC cũng đang xem xét kế hoạch chuyển nhượng dự án cho đối tác (Ban lãnh đạo khu công nghiệp VSIP đã 4 lần đề xuất mua lại dự án với DBC) với giá không thấp hơn giá đền bù hiện tại (theo một giao dịch cuối năm 2013 của một nhà máy nước thải cho người dân ở khu vực này, giá đền bù vào khoảng 158 triệu đồng/sào). Do vậy, nếu DBC chuyển nhượng toàn bộ KCN

**Biên lợi nhuận gộp**

lợi nhuận gộp biên	2012	2013
thức ăn gia súc	16.47%	18.79%
nguyên liệu	34.35%	10.69%
bán xăng dầu	2.80%	2.89%
gà giống	18.49%	7.22%
lợn giống	30.04%	20.43%
nuôi gia công, chế biến thực phẩm	-3.17%	-0.18%
thương mại, siêu thị	6.14%	6.25%
sản xuất bao bì	34.00%	29.50%
KD dịch vụ BDS, hoạt động XD	71.73%	17.95%
tổng	24.03%	13.71%

(Nguồn: DBC)

	Thực hiện 2013	Kế hoạch 2014
Thức ăn chăn nuôi (tấn)	345.269	398.000
Gà giống (con)	4.293.299	7.208.288
Tính lợn (liều)		208.471
Lợn cai sữa (con)	100.625	112.518
Lợn sau cai sữa (kg)	442.502	510.595
Lợn thịt (kg)	13.170.000	17.575.650
Gà thịt (kg)	5.296.000	6.697.600
Trứng (quả)		116.490.240
doanh thu (tr đ)	4.704.280	5.779.341
lợi nhuận trước thuế (tr đ)	240.568	265.755
lợi nhuận sau thuế (tr đ)	191.150	209.545

(Nguồn: DBC)

cho đối tác theo giá thị trường hiện nay thì DBC có thể ghi nhận được một khoản doanh thu đột biến khoảng gần 500 tỷ đồng.

**Năm 2014, giá nguyên liệu đầu vào được dự báo giảm:** Đầu vào của DBC là các sản phẩm ngô, lúa mì và đậu tương... Giá ngô, lúa mì và đậu tương được dự báo giảm hoặc tiếp tục duy trì ở mức thấp trong năm 2014 do dư cung. USDA dự báo năm 2014 sản lượng ngô, lúa mì và đậu tương của thế giới tăng lần lượt là 12%; 9,5% và 7,2% trong khi nhu cầu chỉ tăng tương ứng là 9,5%; 3,6% và 4,2%. Hiện công ty đã tích trữ đủ sản lượng ngô đảm bảo cho sản xuất đến tháng 11/2014.

### Kết quả kinh doanh 2013:

Năm 2013, không còn đóng góp đáng kể từ kinh doanh bất động sản dẫn đến doanh thu giảm nhẹ (-1,47%), biên lợi nhuận gộp giảm từ 23,03% năm 2012 xuống còn 13,71%. Nếu loại trừ mảng kinh doanh bất động sản, doanh thu công ty tăng 5,7%, biên lợi nhuận gộp tăng nhẹ từ 13,35% lên 13,66%.

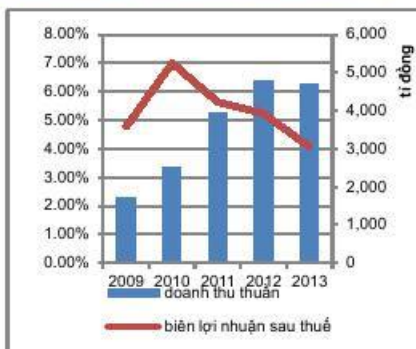
Lợi nhuận ròng sau thuế giảm 23,46%, xuống còn 191 tỷ đồng (tương đương EPS đạt 3.136 đồng) chủ yếu do giảm doanh thu, giảm biên lợi nhuận gộp và do doanh thu tài chính giảm 46,18% xuống còn 31 tỷ đồng.

### Phân tích rủi ro:

- ❖ **Rủi ro cạnh tranh:** Sản lượng tiêu thụ thức ăn chăn nuôi năm 2014 được dự báo giảm trong khi mức độ cạnh tranh tăng, đặc biệt sau khi Việt nam gia nhập TPP, FTA Việt Nam-EU sẽ tạo ra môi trường cạnh tranh khốc liệt hơn đối với DBC về giá cả, chất lượng và chủng loại sản phẩm.
- ❖ **Rủi ro biến động giá nguyên liệu đầu vào và rủi ro tỉ giá:** chi phí nguyên vật liệu chiếm hơn 90% chi phí toàn công ty, trong đó, DBC phải nhập khoảng 60% nguyên vật liệu. Tuy nhiên, năm 2014, giá nguyên liệu thức ăn chăn nuôi được dự báo giảm mang lại lợi thế về chi phí cho DBC.
- ❖ **Rủi ro lãi suất:** Công ty có khoản nợ vay lớn (1.534 tỷ đồng) trong đó, chủ yếu là nợ vay ngắn hạn. Năm 2014, lãi suất cho vay được dự báo giảm 1-2% giúp công ty giảm khoảng 15-30 tỷ đồng chi phí lãi vay trong năm 2014.
- ❖ **Rủi ro hàng tồn kho:** Hàng tồn kho lớn (1.885 tỉ đồng) tạo cho DBC rủi ro tiêu thụ hàng tồn kho trong đó đáng chú ý là rủi ro tiêu thụ các dự án bất động sản.
- ❖ **Rủi ro khoản phải thu:** Phải thu khách hàng lớn, trị giá 506 tỷ đồng.
- ❖ **Rủi ro thời tiết và dịch bệnh:** mảng chăn nuôi gia công và nhu cầu tiêu thụ sản phẩm thức ăn chăn nuôi của DBC phụ thuộc nhiều vào tình hình thời tiết và diễn biến dịch bệnh trên đàn gia súc, gia cầm.

## TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

### Doanh thu và biên lợi nhuận ròng



### • Đánh giá sự tăng trưởng:

**Năm 2013, doanh thu giảm nhẹ:** giảm 1,47% so với năm 2012 chủ yếu do doanh thu kinh doanh bất động sản và xây dựng giảm mạnh (giảm 94,65%). Nếu loại trừ mảng kinh doanh này, doanh thu của công ty tăng 5,7%. Bên cạnh đó, mảng kinh doanh cốt lõi của công ty-sản xuất thức ăn chăn nuôi cũng giảm nhẹ, giảm 2,14% so với năm 2012 do nhu cầu tiêu thụ thấp. Ngược lại, sản xuất gà giống, chăn nuôi gia công và chế biến thực phẩm lại tăng mạnh, tăng lần lượt là 51,20% và 38,71%.

### • Cơ cấu vốn và cơ cấu tài sản:

**Nợ vay giảm:** So với năm 2012, nợ vay giảm nhẹ, giảm 3,23% xuống còn

(Nguồn: DBC)

1.533,6 tỉ đồng, trong đó chủ yếu là nợ vay ngắn hạn (chiếm gần 92% tổng nợ vay của công ty).

**Vốn chủ sở hữu tăng 25,16%** và đạt 1.723 tỉ đồng trong năm 2013 do chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu.

**Hàng tồn kho lớn**, chiếm 62,48% tài sản ngắn hạn và chiếm đến 46,95% tổng tài sản. Trong đó, chiếm tỉ trọng lớn nhất là chi phí sản xuất kinh doanh dở dang (47% giá trị hàng tồn kho). Năm 2013, hàng tồn kho của DBC tăng 16,76% lên tới 1.885 tỉ đồng.

**Phải thu khách hàng lớn**: chiếm 14,06% tài sản ngắn hạn. Tuy nhiên, phải thu khách hàng đã giảm nhẹ so với năm 2012, giảm 3,62% còn 424 tỉ đồng.

**Tài sản dài hạn tăng 23,30%, đạt 977 tỉ đồng** do ghi nhận giá trị trung tâm nghiên cứu gà 9 cựa, một phần trung tâm nghiên cứu ứng dụng và phát triển giống gia cầm Dabaco, cải tạo, nâng cấp trang thiết bị cho hệ thống nhà gà đẻ trứng,...

- **Chỉ tiêu thanh khoản**: Hệ số thanh toán ngắn hạn được cải thiện, tăng lên 1,4 lần trong khi hệ số thanh toán nhanh giảm còn 0,52 lần do hàng tồn kho tăng.
- **Chỉ tiêu về năng lực hoạt động**: Các chỉ tiêu về số ngày phải thu, số ngày tồn kho tăng lần lượt lên tới 33 và 150 ngày so với con số tương ứng là 24 ngày và 135 ngày năm 2012. Công ty cũng chiếm dụng được vốn của nhà cung cấp với số ngày phải trả tăng từ 46 ngày lên tới 63 ngày.
- **Chỉ tiêu về khả năng sinh lời**: So với công ty cùng ngành là VTF, các chỉ tiêu về biên lợi nhuận gộp, biên lợi nhuận ròng sau thuế của DBC cao hơn. Tuy nhiên, các chỉ tiêu này đều đã giảm so với năm 2012.

**Biên lợi nhuận gộp giảm** từ 24,03% xuống còn 13,71% do biên lợi nhuận gộp mảng kinh doanh bất động sản và xây dựng giảm mạnh (giảm từ 71,735 năm 2012 xuống còn 17,95% năm 2013).

**Biên lợi nhuận ròng giảm** từ 5,23% xuống còn 4,06% năm 2013 do biên lợi nhuận gộp giảm, doanh thu tài chính giảm và chi phí bán hàng tăng nhẹ.

**Tuy nhiên, chi phí lãi vay giảm 14,92%** so với năm 2012 do giảm vay nợ và lãi suất giảm.

Chỉ tiêu cơ bản	2011	2012	2013	VTF
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Vốn vay/VCSH	1,26	1,15	0,89	0,65
Tổng tài sản/VCSH	2,60	2,58	2,33	1,77
<b>Cơ cấu tài sản</b>				
TS dài hạn/ Tổng TS	0,23	0,23	0,25	0,15
TS ngắn hạn/Tổng TS	0,77	0,77	0,75	0,85
<b>Khả năng thanh toán</b>				
Hệ số TT nhanh	0,62	0,56	0,52	1,50
Hệ số TT ngắn hạn	1,68	1,35	1,40	1,96
<b>Năng lực HĐ (ngày)</b>				
Số ngày phải thu	19,98	24,18	33,06	33,97
Số ngày tồn kho	114,66	135,01	150,13	33,43
Số ngày phải trả	35,61	46,18	63,16	14,76
<b>Khả năng sinh lời (%)</b>				
Lợi nhuận gộp biên	11,47%	11,87%	10,83%	5,19%
ROS	5,63%	5,23%	4,06%	3,16%
ROE	22,10%	19,16%	12,34%	16,53%
ROA	8,24%	7,40%	5,05%	8,72%

Nguồn: BSC tổng hợp



**QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

**Kế hoạch kinh doanh 2014:** Công ty đặt mục tiêu doanh thu đạt 8.256 tỉ đồng, (trong đó khoảng 30% là doanh thu nội bộ và chưa tính đến doanh thu mảng kinh doanh bất động sản), lợi nhuận trước thuế và sau thuế lần lượt là 266 tỉ đồng và 210 tỉ đồng. Ở mức độ thận trọng, chúng tôi dự báo doanh thu năm 2014 của DBC đạt 5.039 tỉ đồng, tăng 7,11% so với năm 2013, lợi nhuận sau thuế đạt 219 tỉ đồng (tương đương EPS khoảng 3,500 đồng).

**Báo cáo sử dụng các phương pháp P/E, P/B để định giá DBC.**

Chúng tôi lựa chọn các doanh nghiệp niêm yết trong ngành sản xuất thức ăn chăn nuôi (VTF) và các doanh nghiệp niêm yết thuộc ngành nông sản-thủy sản (do tốc độ tăng trưởng của ngành này có quan hệ chặt chẽ với tốc độ tăng trưởng của ngành thức ăn chăn nuôi) có doanh thu lũy kế 12 tháng gần nhất trên 2.000 tỉ đồng.

**1. Phương pháp so sánh P/E:**

- Hệ số P/E ngành là 9,01
- EPS 2014 kỳ vọng đạt là 3,500 đ/CP,
- **Giá hợp lý trên một cổ phiếu là 31,500 đ/CP**

**2. Phương pháp so sánh P/B:**

- Hệ số P/B ngành là 1,07
- Giá trị sổ sách của doanh nghiệp là 27,456 đ/CP,
- Giá hợp lý trên một cổ phiếu là 29.378 đồng/CP

**Kết quả định giá**

	Giá	Tỉ trọng
P/E	31,535	50%
P/B	29.378	50%
<b>Giá hợp lý</b>	<b>30,400</b>	

**Quan điểm đầu tư:** DBC là công ty thức ăn chăn nuôi lớn nhất niêm yết trên sàn với các hệ số định giá khá hấp dẫn, P/B nhỏ hơn 1 và P/E đang ở mức 7,5 lần. Kết quả kinh doanh năm 2014 được dự báo khả quan nhờ giá nguyên liệu và chi phí lãi vay giảm. Chúng tôi khuyến nghị mua mạnh cổ phiếu DBC với giá kỳ vọng 12 tháng tới là 30,400 đồng.

Mã CK	Vốn hóa	Doanh thu	Biên lợi nhuận gộp	ROA (%)	ROE (%)	P/E	P/B
<b>DBC</b>	<b>1.549.730</b>	<b>4.704.280.117.248</b>	<b>10,83</b>	<b>5,05</b>	<b>12,34</b>	<b>7,65</b>	<b>0,89</b>
MPC	1.921.533	11.111.950.188.544	10,41	3,88	18,67	7,08	1,2
HVG	3.276.000	9.863.718.764.544	14,12	3,61	12,21	11,22	1,4
VHC	1.595.463	5.105.143.709.696	11,81	6,13	11,47	9,26	1,09
VTF	794.443	3.999.059.083.264	5,19	8,72	16,53	5,57	0,86
AGF	541.754	3.172.289.019.904	12,49	2,14	5,21	9,01	0,39
ANV	610.129	2.500.326.555.648	12,96	1,79	2,39	13,41	0,44
FMC	223.674	2.187.409.326.080	6,57	3,44	3,71	6,08	1,07
<b>Trung vị</b>						<b>9,01</b>	<b>1,07</b>

(Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp)



**Phân tích kĩ thuật cổ phiếu DBC**



DBC hiện tại đang tích lũy trên một nền giá đi ngang trong khung giá từ 22,5 -25 điểm. các cổ phiếu tăng trưởng thường dịch chuyển trong một xu hướng hẹp rồi tiếp tục tăng giá. DBC cũng vậy trong khi cả thị trường tăng giá dồn dập DBC tiếp tục tích lũy trên nền giá 22,5-25 điểm. quan sát DBC ta có thể thấy hiện tượng cạn cung, khi nền giá giảm và khối lượng cũng giảm theo nhưng với tỉ lệ nhỏ hơn, cho thấy lực cầu đang mạnh và mang tín hiệu sắp kết thúc giai đoạn tích lũy. DBC đang tích lũy trên một nền giá tương đối tốt. với hai điểm mua khá đẹp là mốc 22.8 và mốc break 25. Điểm bán ra với DBC là 35. Điểm lỗi hỏng cấu trúc, cắt lỗ là 20 điểm.

- **Điểm mua.**

Cấu trúc cờ hiệu. Trên đồ thị có thể thấy một chiếc cờ hiệu đang được hình thành. "Cấu trúc xảy ra sau một xu hướng tăng giá đột ngột, để trung hòa và tích lũy thêm lực đẩy để tiếp tục tăng giá. " Với cấu trúc cờ hiệu có thể mua vào khi DBC break mốc 25.000. Với cờ hiệu DBC cần nhất hai phiên khối lượng lớn đi kèm.

Điểm thứ nhất: điểm đáy của cờ với mốc 22.800

Điểm thứ hai: điểm break cấu trúc với mốc 25.000

DBC chạm đường MA15, do đó mốc 22,800 sẽ là hỗ trợ tương đối khỏe cho cấu trúc, cộng với đường kênh dưới của chiếc cờ hiệu. Vì vậy mức giá 22.800 cũng là mốc mua tương đối đẹp để gom vào. Do đó, chiến lược mua dần DBC 20-40% với vùng giá 22,800. Và khi break 25000 tiếp tục mua vào thêm 60-80%. DBC hỏng cấu trúc trung hạn khi rơi qua 20,000.

- **Điểm bán.**

Với cấu trúc cờ hiệu, hệ quả của nó là sẽ giúp cổ phiếu đó tăng trưởng bằng với mốc tăng trưởng trước đó. DBC tăng từ 17.5 – 25 tương ứng xấp xỉ 40%. Do đó khi hoàn thành cấu trúc cờ hiệu, DBC có thể tăng lên mốc 35,000.

**HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC**

**Hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự phát triển của thị trường và sự chênh lệch giữa giá hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt), Hệ thống xếp loại này được áp dụng kể từ ngày 01/01/2014,

**Phương pháp định giá:** Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, từng doanh nghiệp và từng cổ phiếu, Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV),

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
<b>MUA MẠNH</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
<b>NAM GIỮ</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu,

**KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG**

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

**PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN**

**Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư**  
**Nguyễn Thanh Hoa**  
Tel: 0439352722 (155)  
Email: [hoant@bsc.com.vn](mailto:hoant@bsc.com.vn)

**Trưởng Phòng Phân tích**  
**Trần Thăng Long**  
Tel: 0439352722 (118)  
Email: [longtt@bsc.com.vn](mailto:longtt@bsc.com.vn)

**Tư vấn đầu tư Khách hàng Tổ chức**  
**Nguyễn Ngọc Anh**  
Tel: 0439352722 (175)  
Email: [anhnn@bsc.com.vn](mailto:anhnn@bsc.com.vn)

**THÔNG TIN LIÊN HỆ**

**BSC Trụ sở chính**  
Tầng 10, 11 – Tháp BIDV  
35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội  
Tel: 84 4 39352722  
Fax: 84 4 22200669  
Website: [www.bsc.com.vn](http://www.bsc.com.vn)

**Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh**  
Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp, Hồ Chí Minh  
Tel: 84 8 3 8218885  
Fax: 84 8 3 8218510

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009,

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV,

