

BSC RESEARCH

Chuyên viên thực hiện

Trần Thị Hồng Tươi
tuoiht@bsc.com.vn

Chúng tôi khuyến nghị mua cổ phiếu DBC với giá mục tiêu là 35.500đồng/cp trong 12 tháng tới theo phương pháp FCFF (upside 22%).

Ngày 26/3/2016, cổ phiếu DBC được giao dịch tại mức giá 29.100 đồng/cp, tương đương P/E FW (loại trừ lợi nhuận từ bất động sản) là 8,7x, thấp hơn so với P/E của thị trường và thấp hơn so nhiều so với P/E của Vissan (92,85x) trong phiên đấu giá cho cổ đông chiến lược ngày 24/3/2016. Công ty đang thoái vốn tại các dự án bất động sản, tập trung hơn vào hoạt động lõi, phát triển mô hình từ trang trại đến bàn ăn tương tự như các đối thủ lớn Masan, CP, Vissan.

Kết quả kinh doanh 2015. Năm 2015, tổng doanh thu của Tập đoàn đạt 5.791 tỷ đồng (+13% yoy). Tổng lợi nhuận sau thuế đạt 253 tỷ đồng (+23% yoy) nhờ mảng chăn nuôi và chế biến thực phẩm tiếp tục được cải thiện.

Kế hoạch kinh doanh 2016. Công ty đặt mục tiêu doanh thu đạt 8.456 tỷ đồng (bao gồm cả doanh thu nội bộ). Lợi nhuận sau thuế đạt 291 tỷ đồng (phần đầu đạt 450 tỷ đồng), trong đó lợi nhuận từ sản xuất thức ăn chăn nuôi và chế biến thực phẩm là 241 tỷ đồng. Khi đó, EPS kế hoạch là 3.679 đồng/cp, loại trừ lợi nhuận từ bất động sản, EPS là 3.015 đồng/cp. Cổ tức 2016 dự kiến là 10% cổ phiếu và 5% tiền mặt.

Dự báo kết quả kinh doanh 2016. Doanh thu thuần được dự báo đạt 6.314 tỷ đồng (+9%) trong đó, sản lượng tiêu thụ TACN đạt 465 nghìn tấn (+9%), tương đương với doanh thu là 3.596 tỷ đồng, chăn nuôi, chế biến thực phẩm được dự báo đạt 2.718 tỷ đồng (+10%). Lợi nhuận sau thuế được dự báo đạt 266 tỷ đồng (+5%), tương đương EPS là 3.344 đồng/cp. Lưu ý, dự báo của chúng tôi không tính đến lợi nhuận thu về từ việc chuyển nhượng các dự án bất động sản của DBC.

Rủi ro đầu tư. (1) Rủi ro cạnh tranh tăng với mảng TACN khi có thêm nhiều đối thủ mới gia nhập ngành và với mảng chế biến thực phẩm do lo ngại cạnh tranh với các đối thủ nước ngoài; (2) Rủi ro khoản phải thu từ bất động sản.

Các chỉ tiêu tài chính	2011	2012	2013	2014	2015	2016F
Doanh thu thuần (tỷ đ)	3,918	4,774	4,704	5,119	5,791	6,314
% tăng trưởng y-o-y	56%	22%	-1%	9%	13%	9%
Tổng tài sản (tỷ đ)	3,202	3,551	4,014	4,220	4,615	4,603
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	1,231	1,376	1,723	1,830	1,946	2,198
Vốn điều lệ (tỷ đ)	436	484	627	627	627	753
CPLH bình quân (Tr cp)	44	48	63	63	63	75
LN sau thuế (tỷ đ)	220	250	191	206	253	266
% tăng trưởng y-o-y	25%	13%	-23%	8%	23%	5%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	5,332	5,221	3,142	3,280	4,030	3,344
Giá trị sổ sách (đ/cp)	28,230	28,431	27,456	29,171	31,023	29,196
Lợi nhuận gộp biên	11%	12%	11%	11%	12%	12%
ROS	6%	5%	4%	4%	4%	4%
ROE	22%	19%	12%	12%	13%	13%
ROA	8%	7%	5%	5%	6%	6%

Nguồn: BSC research

1. Hoạt động sản xuất kinh doanh

Hoạt động sản xuất kinh doanh chính của công ty bao gồm: (1) thức ăn chăn nuôi; (2) chăn nuôi và chế biến thực phẩm; và (3) bất động sản. Mô hình sản xuất của DBC tạo lên chuỗi sản xuất khép kín “từ trang trại đến bàn ăn” (mô hình 3F: Feed- Farm- Food). Đây cũng là mô hình sản xuất đang được phát triển tại Masan (qua Proconco và Anco), Cargill, Vissan,...

Sản xuất và kinh doanh thức ăn chăn nuôi (TACN). DBC có 6 nhà máy sản xuất thức ăn chăn nuôi với tổng công suất thiết kế là 510 nghìn tấn/năm. Dự kiến giữa năm 2016, DBC sẽ hoàn thành và đưa vào vận hành nhà máy TACN tại Hà Nam với tổng công suất thiết kế là 200 nghìn tấn/năm. Công ty lên kế hoạch xây dựng thêm 2 nhà máy sản xuất TACN với công suất mỗi nhà máy là 150 nghìn tấn/năm. Mục tiêu tổng công suất sản xuất TACN đạt 1 triệu tấn vào năm 2019. Năm 2015, tổng sản lượng sản xuất TACN của DBC đạt 428 nghìn tấn, tăng 12,9% yoy. Doanh thu sản xuất TACN đạt 3.309 tỷ đồng (+5%yoy) do công ty giảm giá bán sản phẩm. Kế hoạch năm 2016, công ty tiêu thụ 430 nghìn tấn TACN (+1%). Lưu ý, biên lợi nhuận mỏng sản xuất thức ăn chăn nuôi được duy trì ổn định (biên LN trước thuế khoảng 7%), không chịu ảnh hưởng bởi biến động giá nguyên liệu đầu vào.

Chăn nuôi và chế biến thực phẩm. Doanh thu đạt 2.469 tỷ đồng (+22% yoy) nhờ sản xuất con giống tăng trưởng tốt, gà giống tăng 47%, lợn giống tăng 24%, lợn sau cai sữa tăng 28%, tinh lợn tăng 24%, lợn cai sữa tăng 4%, sản lượng trứng gà và lợn thịt tăng lần lượt là 27% và 20%. Sản lượng gà thịt 2015 giảm do giảm đàn gà trắng (sức tiêu thụ giảm). 3 tháng đầu năm 2016, giá thịt lợn tăng cao (khoảng 47.000-52.500 đồng/kg) giúp tăng doanh thu và lợi nhuận đối với mảng hoạt động này. Tuy nhiên, đây cũng là mảng hoạt động có biên lợi nhuận biến động mạnh do phụ thuộc nhiều vào giá sản phẩm và tình hình thời tiết, dịch bệnh. Từ năm 2013, mảng chăn nuôi và chế biến thực phẩm đã ghi nhận lãi, đạt 98 tỷ đồng trong năm 2015 (+127% yoy). DBC hiện sở hữu 4 siêu thị tại Bắc Ninh. Sản phẩm của DBC đã có mặt trong nhiều kệ hàng tại các siêu thị lớn như BigC, Metro, Công ty định hướng đẩy mạnh phát triển mảng chế biến thực phẩm. Dự kiến quý 2/2016, công ty sẽ hoàn thành và đưa nhà máy chế biến thực phẩm mở rộng đạt tiêu chuẩn GMP vào hoạt động. DBC lên kế hoạch xây dựng nhà máy ép dầu trong năm 2016, đồng thời, mở rộng chuỗi phân phối, đặt mục tiêu mở tối thiểu 1 siêu thị tại các huyện, thị xã và thành phố tại tỉnh Bắc Ninh. Lưu ý, mảng kinh doanh này có thể đối mặt cạnh tranh gay gắt hơn sau khi Việt Nam ký kết các hiệp định FTA Việt Nam-EU, FTA Việt Nam-Hàn Quốc và TPP (dự kiến có hiệu lực từ 2018).

Bất động sản. Năm 2016, công ty đã chuyển nhượng thành công dự án Quế Võ 3. Chúng tôi đánh giá cao việc chuyển nhượng bất động sản của DBC, điều này không chỉ tạo ra dòng tiền mà còn giúp giải phóng hàng tồn kho cho công ty, qua đó, giảm vay nợ và giảm chi phí lãi cho DBC. Đối với dự án Đền Đô, DBC đã ghi nhận doanh thu và lợi nhuận từ việc chuyển nhượng 50% giá trị BĐS này trong năm 2012. Tuy nhiên, DBC chưa thu được tiền từ thương vụ trên cũng như chưa trích lập dự phòng đối với khoản phải thu này. Công ty chỉ thực sự thu được tiền khi phía đối tác là công ty Thành Lợi chuyển nhượng được dự án.

2. Tài chính doanh nghiệp

Doanh thu. Doanh thu thuần tăng trưởng 13% đạt 5.791 tỷ đồng trong năm 2015 chủ yếu do đóng góp của mảng sản xuất TACN và chăn nuôi, chế biến thực phẩm. Bất động sản hầu như không mang lại doanh thu cho DBC.

Biên lợi nhuận gộp được duy trì tương đối ổn định, đạt 11-12% đối với biên lợi nhuận gộp và đạt 4% đối với biên lợi nhuận sau thuế. Chi phí nguyên vật liệu chiếm khoảng 88% tổng chi phí sản xuất kinh doanh của công ty. Trong đó, mảng sản xuất thức ăn chăn nuôi (chiếm 57% tổng doanh thu của DBC) có biên lợi nhuận ổn định hàng năm, biên lợi nhuận trước thuế đạt khoảng 7%. Mảng chăn nuôi, chế biến thực phẩm tiếp tục được cải thiện và ghi nhận lãi với biên lợi nhuận trước thuế đạt khoảng 4% (trước năm 2014, công ty thường xuyên ghi nhận lỗ trong mảng kinh doanh này). Từ đó, lợi nhuận sau thuế đạt 253 tỷ đồng (+23% yoy).

Tài sản. Cơ cấu tài sản được duy trì tương đối ổn định. Chiếm tỷ trọng chính trong cơ cấu tài sản ngắn hạn của DBC là các khoản phải thu (425 tỷ đồng, tương đương 14%) và hàng tồn kho (2.249 tỷ đồng, tương đương 72%). Trong đó, phải thu từ các dự án bất động sản là 219 tỷ đồng (phải thu CT TNHH Thành Lợi đối với dự án BDS Đền Đô) và tồn kho bất động sản là 880 tỷ đồng. Điều này làm tăng vay nợ và qua đó, tăng chi phí lãi của DBC. Nếu loại trừ giá trị phải thu và tồn kho từ bất động sản, số ngày phải thu giảm từ 20 ngày xuống còn 8 ngày, số ngày tồn kho giảm từ 155 ngày xuống còn 95 ngày. Điều này cho thấy quản trị phải thu đối với hoạt động kinh doanh lõi của DBC tương đối tốt.

Nguồn vốn. Hệ số đòn bẩy tài chính cao, đạt 2,37x vào cuối năm 2015, trong đó, chủ yếu là các khoản nợ và phải trả ngắn hạn, đạt 2.411 tỷ đồng, tài trợ 52% tổng tài sản của DBC.

Khả năng thanh toán. Hệ số thanh toán ngắn hạn phản ánh không thực chất khả năng thanh khoản của DBC do phải thu và hàng tồn kho bất động sản cao. Hệ số thanh toán nhanh và khả năng thanh toán tiền mặt của DBC, đạt lần lượt là 0,35x và 0,17x.

Chỉ tiêu cơ bản	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Cơ cấu vốn						
Vốn vay/VCSH	1.33	1.26	1.15	0.89	0.76	0.90
Tổng tài sản/VCSH	2.82	2.60	2.58	2.33	2.31	2.37
Cơ cấu tài sản						
TS dài hạn/ Tổng TS	39%	23%	23%	25%	29%	32%
TS ngắn hạn/Tổng TS	61%	77%	77%	75%	71%	68%
Khả năng thanh toán						
Hệ số TT nhanh	0.65	0.59	0.54	0.49	0.36	0.35
Hệ số TT ngắn hạn	1.39	1.68	1.35	1.40	1.34	1.29
Năng lực HĐ (ngày)						
Số ngày phải thu		20	24	33	27	20
Số ngày tồn kho		115	135	150	160	155
Số ngày phải trả		18	23	32	45	43
Khả năng sinh lời (%)						
Lợi nhuận gộp biên	14%	11%	12%	11%	11%	12%
ROS	7%	6%	5%	4%	4%	4%
ROE	26%	22%	19%	12%	12%	13%
ROA	10%	8%	7%	5%	5%	6%

Nguồn: BSC research

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 khuyến nghị 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
MUA MẠNH	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
NĂM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	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

Lê Thị Hải Đường

Tel: 0439352722 (155)

Email: duonglh@bsc.com.vn

Trưởng Phòng Phân tích

Trần Thăng Long

Tel: 0439352722 (118)

Email: longtt@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

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

Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities

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.