

CTCP Tập đoàn Dabaco VN (HOSE: DBC)

- Q1/2024, DBC lãi ròng 39 tỷ đồng với động lực chính đến từ mảng kinh doanh chăn nuôi heo.
- Chúng tôi dự báo LN ròng năm 2024 đạt 518 tỷ đồng, gấp 21 lần svck chủ yếu nhờ diễn biến giá lợn hơi 2024 tích cực (65,000 vnd/kg, +21% svck).
- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** với định giá 41,700 đồng/cp

KQKD Q1/2024 khả quan với LN ròng ghi nhận 73 tỷ đồng

Q1/2024, tổng doanh thu đạt 3,253 tỷ đồng, tăng 41% so với cùng kỳ, trong đó chủ yếu đến từ sự tăng trưởng của lĩnh vực thức ăn chăn nuôi, chăn nuôi động vật. Quý 1 đánh dấu thời điểm phục hồi đầu tiên của giá lợn hơi trên thị trường trong bối cảnh nguồn cung nội địa thiếu hụt, giá thịt lợn hơi vẫn đang tiếp tục trên đà tăng. Nhờ vào tình hình kinh doanh khả quan của mảng chăn nuôi heo, biên LN gộp đạt 11% (Q1/2023: -4%). Tỷ trọng chi phí bán hàng và QLDN trên tổng doanh thu được tối ưu hiệu quả. Tổng kết, LN ròng đạt 73 tỷ đồng, cải thiện đáng kể so với mức lỗ 320 tỷ đồng Q1/2023.

Với động lực phục hồi lớn đến từ mảng chăn nuôi heo, LN ròng năm 2024 đạt 518 tỷ đồng, tăng gấp 21 lần so với năm 2023

Chúng tôi nhận thấy giá heo bắt đầu bước vào chu kỳ tăng giá sẽ là động lực tăng trưởng cho DBC trong năm 2024-25. Giá heo dự báo duy trì ở mức 65,000 đồng/kg và có khả năng đạt mức 75,000 đồng/kg do nguồn cung nội địa thiếu hụt. Bên cạnh đấy, giá heo tăng cao sẽ kích thích tỷ lệ tái đàn từ các hộ chăn nuôi từ đó mảng kinh doanh heo giống cũng sẽ có sự cải thiện. Mảng thức ăn chăn nuôi duy trì sự ổn định nhờ vào giá nguyên liệu đầu vào ổn định ở mức thấp cùng tỷ lệ tái đàn của hộ chăn nuôi gia tăng, giúp cho sản lượng thức ăn chăn nuôi tiêu thụ tăng khoảng 5% so với năm 2023. Chúng tôi kỳ vọng LN ròng năm 2024 DBC đạt 518 tỷ đồng, tăng gấp 21 lần svck. LN ròng năm 2025 có thể tiếp tục tăng 20.6% svck khi giá lợn hơi cùng giá đầu vào của mảng thức ăn chăn nuôi duy trì ổn định.

Khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu của DBC là 41,700 đ/cp

Chúng tôi sử dụng kết hợp 2 phương pháp DCF (WACC: 10.5%) và EV/EBITDA (7x) để đưa ra mức giá trị hợp lý cho cổ phiếu DBC. Rủi ro giảm giá bao gồm: (1) nguồn cung heo lậu lớn trên thị trường ảnh hưởng đến chu kỳ tăng giá heo thông thường, (2) dự án nhà máy vaccine không được thương mại hóa trong năm 2024.

Chỉ tiêu tài chính	2022	2023	2024	2025
Doanh thu thuần	11,558	11,110	12,579	13,401
Lợi nhuận ròng	5	25	518	625
Tăng trưởng doanh thu thuần	7%	-4%	13.2%	6.5%
Tăng trưởng LN ròng	-99%	381%	1973.1%	20.6%
Biên LN gộp	8%	10%	14.2%	14.7%
Biên EBITDA	6%	8%	11.4%	11.8%
ROAE	0%	1%	10.5%	11.5%
ROAA	0%	0%	4.0%	4.7%
EPS (VND/cổ phiếu)	21	103	2,147	2,589
BVPS (VND/cổ phiếu)	19,178	19,282	21,469	23,558

Khả quan

Giá mục tiêu

VND41,700

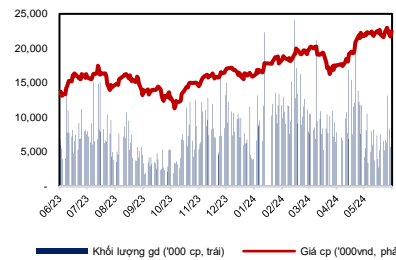
Tiềm năng tăng giá

16%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

N/A

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: Fiinpro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	36,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	35,000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	53,494
Vốn hóa (tỷ VND)	8,742
P/E (TTM)	20.8
P/B	1.8
Thị suất cổ tức (%)	0
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	12.3

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu

Nguyễn Như So	24.2
PYN Elite Fund	8.2
Khác	67.6

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Chuyên viên phân tích



Nguyễn Quỳnh Ly

Ly.NguyenQuynh@mbs.com.vn

CTCP Tập đoàn Dabaco VN

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

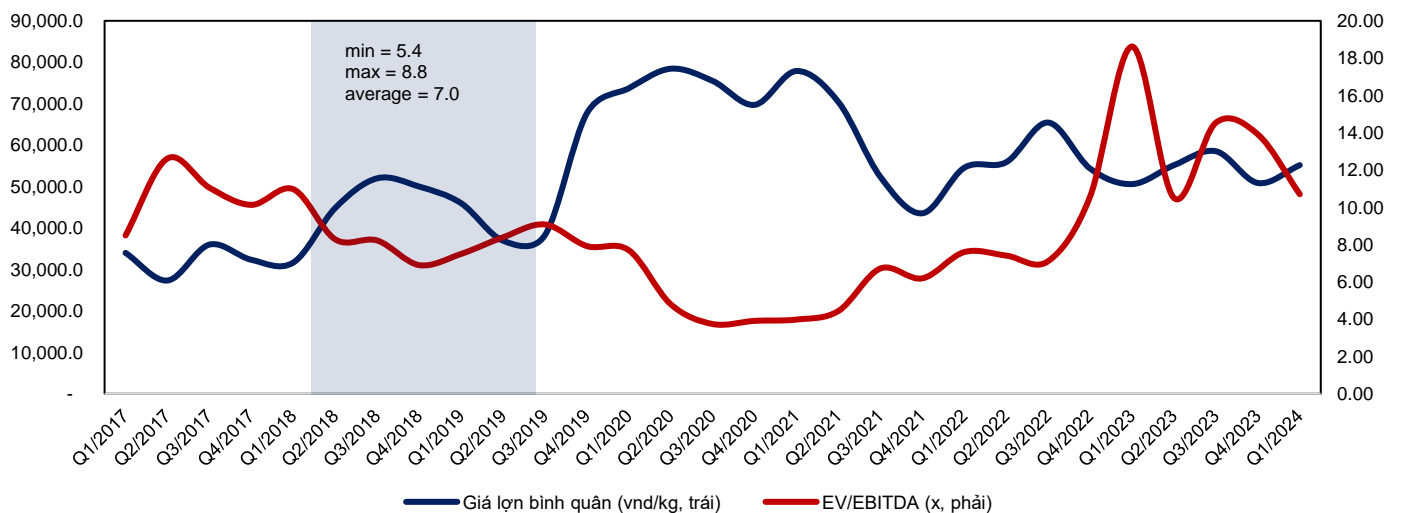
Chúng tôi ưa thích DBC bởi:

- Trong chu kỳ lợn hơi tăng giá, DBC có được lợi thế về mô hình chăn nuôi chuyên nghiệp, khép kín, cùng với khả năng tái đàn sớm ngay từ Q1/2024 sẽ giúp DBC chủ động được nguồn cung ra ngoài thị trường. Chúng tôi kỳ vọng giá lợn trung bình 2024 khoảng 65,000 đồng/kg (+21% svck) do nguồn cung thịt lợn hơi bị ảnh hưởng bởi các hộ chăn nuôi “e ngại” tái đàn cùng nhập khẩu thịt giảm và kiểm soát nhập lậu tốt.
- (1) Giá nguyên vật liệu sản xuất thức ăn chăn nuôi duy trì ở mức nền thấp trong năm 2024 nhờ vào nguồn cung dồi dào trên thế giới, (2) tỷ lệ tái đàn hộ chăn nuôi gia tăng khi giá lợn hơi duy trì ở mức nền cao là điều kiện thuận lợi cho lĩnh vực kinh doanh thức ăn chăn nuôi của DBC.
- Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng năm 2024 đạt 518 tỷ đồng, tăng gấp 21 lần so với năm 2023. LN ròng năm 2025 có thể tiếp tục tăng 20.6% svck khi giá lợn hơi cùng giá đầu vào của mảng thức ăn chăn nuôi duy trì ổn định.

Định giá

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp FCFF (WACC: 10.5%) và EV/EBITDA để đưa ra giá trị hợp lý của cổ phiếu DBC là 41,700 VND/cp (tiềm năng tăng giá 16%). Chúng tôi sử dụng EV/EBITDA trung bình giai đoạn Q2/2018-Q2/2019 (7.0x) là mức cơ sở tham chiếu cho EV/EBITDA giai đoạn 2024 – 2025. Chúng tôi đánh giá chu kỳ tăng giá của thịt heo sẽ rơi vào khoảng 1 – 1.5 năm, bắt đầu từ Q1/2024 là thời điểm bắt đầu phục hồi của giá heo hơi, dự báo duy trì trung bình 65,000 đồng/kg và có thể đạt 75,000 đồng/kg trong năm 2024, duy trì ở mức 68,000 đồng/vnd trong nửa đầu năm 2025, do đó đây là giai đoạn có sự tương đồng với giai đoạn Q2/2018-Q3/2019. Chúng tôi nhận thấy việc hấp dẫn của dự án vaccine đã được phản ánh vào trong thời gian vừa qua. Vì thế, chúng tôi đưa ra mức EV/EBITDA mục tiêu cho giai đoạn cuối 2024-25 tương đương mức tham chiếu là 7x.

Hình 1: Giá heo hơi bình quân và EV/EBITDA



Hình 2: Tổng hợp phương pháp định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá (VND/cp)
EV/EBITDA (với EV/EBITDA 24-25 = 7.0x)	50%	42,651
FCFF	50%	40,832
Giá mục tiêu		41,700
Giá hiện tại (Giá đóng cửa ngày 26/06/2024)		36,000

Tiềm năng tăng giá 15.9%

Nguồn: MBS Research

Hình 3: Dự báo dòng tiền phương pháp DCF

	2024	2025	2026	2027	///	2033
(+) LNST	751	856	908	939		1,136
(+) CP phi tiền mặt	460	480	500	520		666
(-) Lãi vay sau thuế	222	215	210	203		197
(-) CAPEX	327	329	335	345		487
(+) Thay đổi VLD	-222	-518	-70	-512		- 562
FCFF sau chiết khấu	944	726	1,197	794		912
Giá trị dòng tiền năm cuối						4,456

Hình 4: Định giá theo FCFF và các giả định

Định giá theo FCFF			WACC và tăng trưởng dài hạn	
(+) Giá trị hiện tại giai đoạn 2024E-2033E	tỷ đồng	10,091	Tỷ trọng VCSH	60%
(+) Giá trị hiện tại giá trị DN cuối chu kỳ	tỷ đồng	4,456	Tỷ trọng nợ	40%
Giá trị doanh nghiệp	tỷ đồng	14,547	Chi phí VCSH	13.8%
(+) Tiền và tương đương tiền	tỷ đồng	1,082	Chi phí nợ	7.0%
(-) Nợ vay ngắn và dài hạn	tỷ đồng	-5,867	Mức thuế	20%
Giá trị VCSH	tỷ đồng	9,881	WACC	10.5%
Số lượng cổ phiếu	triệu cp	242	Tăng trưởng dài hạn	2.0%
Giá mục tiêu (làm tròn)	đồng/cp	40,832		

Nguồn: MBS Research

Nguồn: MBS Research

Hình 5: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã Bloomberg	Vốn hóa (tỷ VND)	P/E (lần)		P/B (lần)		ROA%		ROE (%)		D/E (lần)	
			TTM	2024	TTM	2024	TTM	2024	TTM	2024	TTM	2024
CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam	BAF VN	4,833	26.4	n/a	2.4	n/a	3.3%	n/a	7.0%	n/a	2.3	n/a
CTCP Masan MeatLife	MML VN	9,673	-31.5	n/a	1.9	n/a	-2.4%	n/a	-6.1%	n/a	1.5	n/a
Trung bình					2.5				10.5%		1.9	
CTCP Tập đoàn Dabaco Việt Nam	DBC VN	8,712	20.8	16.8	1.8	1.7	3.3%	4.0%	8.9%		1.6	1.0

Nguồn: Fiinpro, MBS Research

Rủi ro đầu tư

- Nguồn cung heo lậu lớn trên thị trường ảnh hưởng đến chu kỳ tăng giá heo thông thường
- Niềm tin nhà đầu tư bị ảnh hưởng khi nhà máy vaccine không được thương mại hóa trong năm 2024

DBC ghi nhận LN ròng đạt 73 tỷ đồng trong Q1/2024

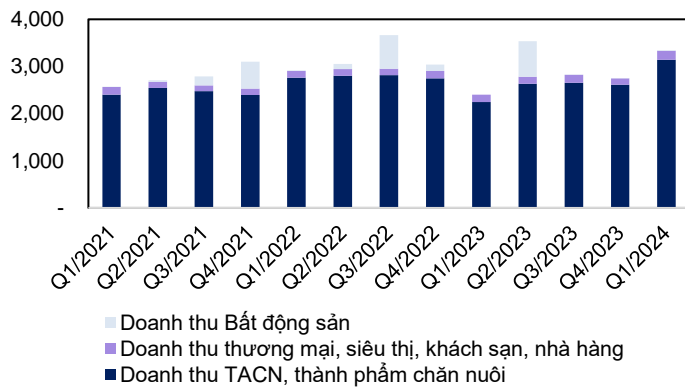
Hình 6: Kết quả kinh doanh Q1/2024 (Đơn vị: tỷ VND)

Các tiêu chí KQKD	Q1/2024	Svck (%)	Đánh giá
Doanh thu thuần	3,252	41%	
- Doanh thu TACN, thành phẩm chăn nuôi	3,142	40%	(1) Q1/24, giá lợn hơi tăng 9% svck trong bối cảnh nguồn cung nội địa trong bối cảnh dư cung nội địa, tình hình dịch bệnh ASF vẫn còn phức tạp khiến cho người dân "e dè" trong việc tiêu thụ thịt lợn (2) Giá thành phẩm TACN giảm nhẹ svck do giá nguyên vật liệu nhập khẩu giảm khoảng 23% svck
- Doanh thu dịch vụ, khách sạn, nhà hàng	192	25%	
- Doanh thu bất động sản	8		
Lợi nhuận gộp	349	n/a	
Biên lợi nhuận gộp	10.7%	n/a	Doanh nghiệp đã có lời ở mảng chăn nuôi heo với giá vốn heo hơi khoảng 51.000 đồng/kg, giá bán ra trung bình trong Q1/2024 khoảng 55,000 vnd/kg. Biên LN gộp chung cải thiện đáng kể lên 10.7% từ mức -3.8% trong Q1/2023.
Chi phí bán hàng	110	13%	
Chi phí quản trị DN	97	17%	
% chi phí quản trị bán hàng/Doanh thu	6.4%		
Doanh thu tài chính	7	-11%	Do mức nền lãi suất thấp hơn svck, lãi tiền gửi và tiền cho vay thấp hơn 15% svck
Chi phí tài chính	51	-27%	Nền lãi suất đi vay thấp hơn svck, chi phí lãi vay giảm 36% svck, tuy nhiên do phần phí LC trả chậm, UPAS tăng mạnh nên tổng chi phí tài chính giảm 27% svck
LNTT	99	n/a	
Thuế TNDN	-27	173%	

LN ròng Q1/2024 cải thiện đáng kể so với mức -320 tỷ đồng Q1/2023 khi (1) Trong bối cảnh dịch bệnh còn nhiều phức tạp, các hộ chăn nuôi nhỏ lẻ ngừng tái đàn bởi ngành kinh doanh heo ít có lãi khiến cho nguồn cung bị ảnh hưởng trong Q1/2024, do đó, giá bán heo hơi được hưởng lợi, tăng 9% svck, đạt 55,000 VND/kg, (2) Giá thành chăn nuôi heo duy trì ở mức nền thấp khi giá nguyên vật liệu sản xuất thức ăn chăn nuôi tiếp tục giảm mạnh do nguồn cung dư thừa trên toàn thế giới,

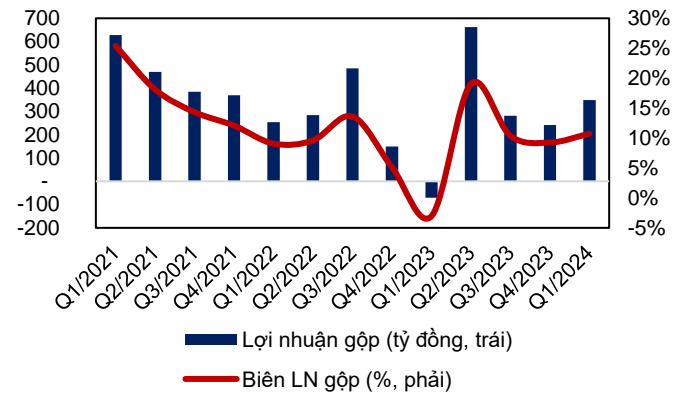
Nguồn: DBC, MBS Research

Hình 7: Doanh thu theo lĩnh vực kinh doanh của DBC (tỷ đồng)



Nguồn: DBC, MBS Research

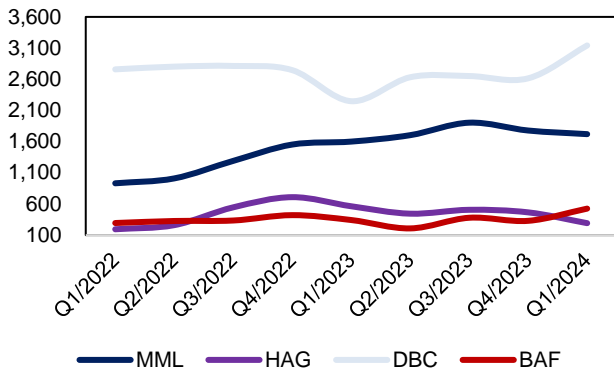
Hình 8: Lợi nhuận gộp và biên LN gộp



Nguồn: DBC, MBS Research

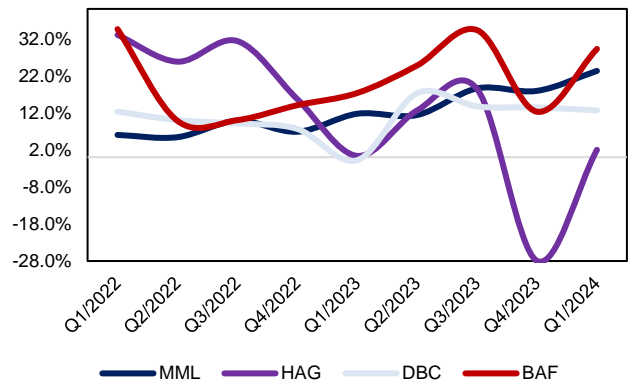
Q1/2024, giá bán heo hơi trên thị trường dao động ở mức 55,000 vnd/kg, tăng 9% svck, trong khi đó, giá thành sản xuất chỉ khoảng 48,000 – 51,000 đồng/kg. Ngành chăn nuôi / sản xuất heo bước đầu đã có sự khởi sắc sau giai đoạn kinh doanh dưới giá vốn, giá thức ăn chăn nuôi đang tiếp cận gần mức thấp so với năm 2021. Nhờ đó, trong Q1/2024, các doanh nghiệp chăn nuôi heo đều ghi nhận kết quả khả quan và hiện mảng chăn nuôi heo đều đã có lời.

Hình 9: Doanh thu mảng chăn nuôi heo và thức ăn chăn nuôi của các doanh nghiệp trên sàn (tỷ đồng)



Nguồn: MML, HAG, DBC, BAF, MBS Research

Hình 10: Biên lợi nhuận gộp mảng chăn nuôi heo và thức ăn chăn nuôi của các doanh nghiệp trên sàn (%)



Nguồn: MML, HAG, DBC, BAF, MBS Research

Chu kỳ tăng giá của thịt heo là động lực tăng trưởng LN trong giai đoạn 24-25

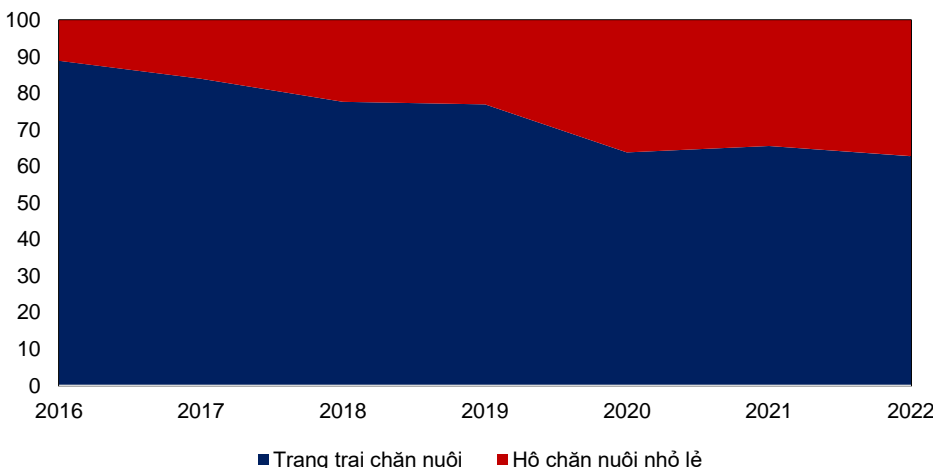
Giá heo tăng mạnh và duy trì trên mức nền cao là động lực tăng trưởng chính cho DBC trong giai đoạn 24-25

Nguồn cung thịt lợn hơi bị ảnh hưởng bởi các hộ chăn nuôi “e ngại” tái đàn cùng nhập khẩu thịt giảm và kiểm soát nhập lậu tốt

Năm 2023 là một năm đầy khó khăn cho các doanh nghiệp chăn nuôi lợn. Do nguồn cung heo hơi trên thị trường duy trì ở ổn định, lượng thịt heo giá rẻ nhập khẩu lớn khiến cho giá thịt lợn hơi duy trì ở mức thấp, trung bình đạt 53,800 VND/kg (-7% svck).

Cả năm 2023, tình hình chăn nuôi của các doanh nghiệp/hộ nhỏ vẫn còn nhiều khó khăn trong bối cảnh giá thành thức ăn chăn nuôi vẫn ở mức nền cao và dịch bệnh tả lợn châu Phi còn tiếp diễn. Áp lực đến với các hộ chăn nuôi khi khi giá thành chăn nuôi heo ở mức cao, khoảng 55,000 đồng/kg trong khi giá bán trung bình năm chỉ khoảng 54,000 đồng/kg, có lúc xuống dưới 48,000 đồng/kg. Do đó, tỷ lệ hộ chăn nuôi tái đàn rất thấp.

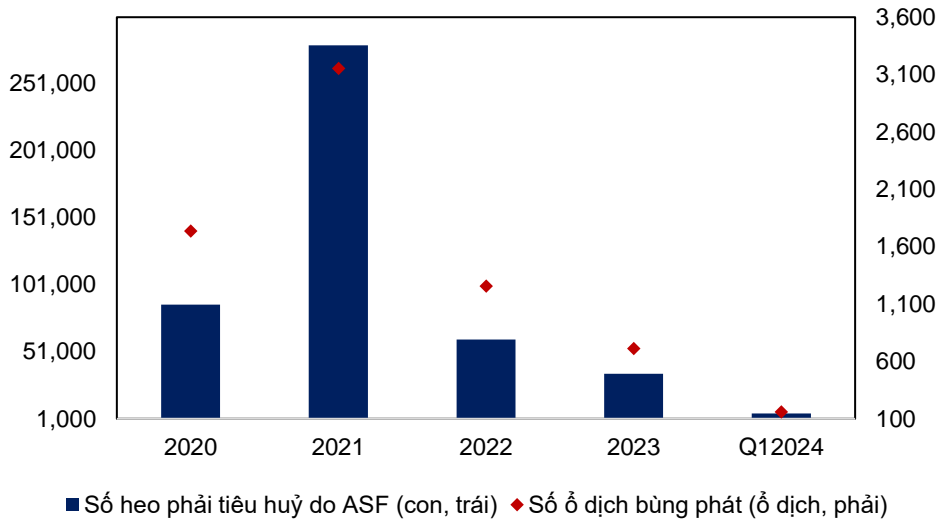
Hình 11: Tỷ lệ chăn nuôi hộ nhỏ lẻ đang ngày càng thấp dần



Nguồn: Tổng cục thống kê, MBS Research

Q1/2024, Việt Nam vẫn xuất hiện 138 ổ dịch tả lợn châu Phi ở 30 tỉnh và số heo phải tiêu hủy (chết) là 4,486 con. Theo số liệu, số heo bị tiêu hủy đã giảm đáng kể so với cùng kỳ tuy nhiên số ổ dịch lại gia tăng (6T2023 có 220 ổ dịch), cho thấy tình hình dịch bệnh vẫn còn đang còn nhiều phức tạp. Giá lợn gia tăng mạnh trong đầu năm 2024 cũng kích thích việc tái đàn của các hộ chăn nuôi nhỏ lẻ, điều này phần nào sẽ khiến cho dịch bệnh năm 2024 diễn biến phức tạp.

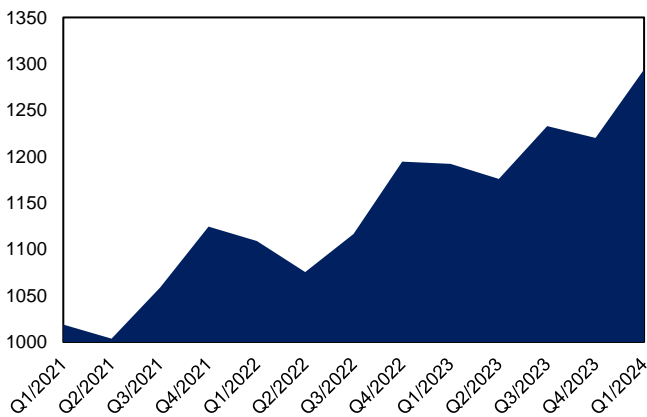
Hình 12: Q1/2024 phải tiêu hủy gần 5,000 con heo do dịch tả lợn châu Phi, tăng 60% svck.



Nguồn: Cục Thú Y, Bộ NN&PPNT, MBS Research

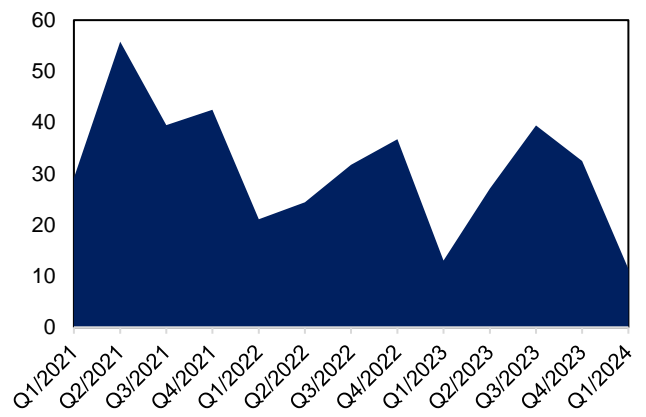
Theo Tổng cục Hải Quan, trong Q1/2024, lượng heo giống nhập khẩu về Việt Nam chỉ đạt 565 con, bằng 10% tổng lượng heo giống nhập khẩu năm 2023. Lượng heo hơi xuất chuồng quý 1/2024 tăng 9% svck mà giá heo vẫn đang tiếp tục tăng cho thấy nguồn cung heo nội địa đang có sự thiếu hụt đáng kể. Nguyên nhân đến từ (1) khả năng kiểm soát tốt các đường heo lậu vào Việt Nam, giảm thiểu đáng kể số lượng heo lậu trong 1H2024, (2) các hộ chăn nuôi nhỏ lẻ trong nước vẫn đang chưa tích cực tái đàn do những lo sợ về dịch bệnh ASF bùng phát.

Hình 13: Lượng heo hơi xuất chuồng (nghìn tấn)



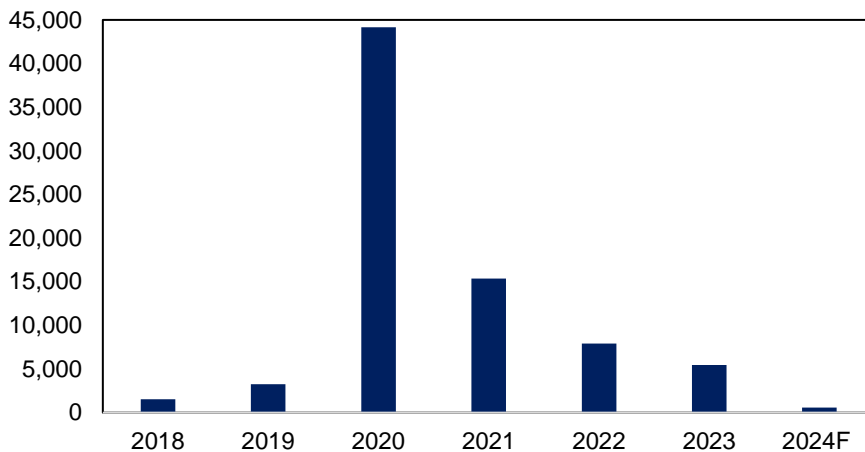
Nguồn: Tổng cục thống kê, MBS Research

Hình 14: Lượng nhập khẩu thịt lợn đông lạnh theo quý kể từ năm 2021 (triệu tấn)



Nguồn: Tổng cục hải quan, MBS Research

Hình 15: Lượng nhập khẩu heo giống về Việt Nam “nhỏ giọt” trong Q1/2024 cho thấy nguồn cung vẫn sẽ bị ảnh hưởng ít nhất cho tới nửa đầu năm 2025.



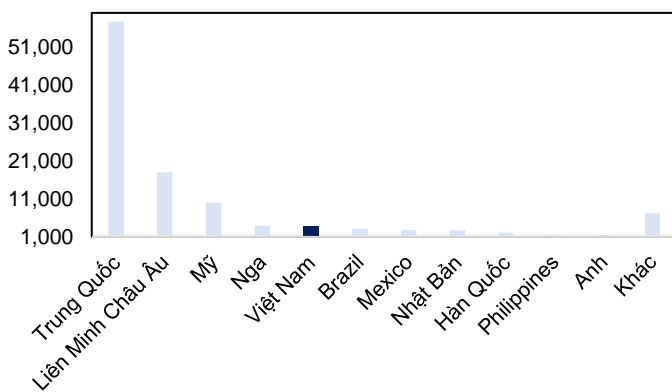
Nguồn: Agromonitor, Tổng cục Hải Quan, MBS Research

Dự báo giá heo hơi duy trì mức 65,000 vnd/kg trong năm 2024, tăng trưởng 20% svck

Theo số liệu mới nhất của USDA, Việt Nam xếp thứ 5 về tiêu thụ thịt lợn mỡ xẻ nội địa. Việt Nam vẫn là quốc gia chuộng tiêu thụ thịt heo. Dựa vào số liệu thịt heo xẻ mỡ nội địa, chúng tôi ước tính tốc độ tăng trưởng kép hàng năm của tiêu thụ thịt heo/đầu người khoảng 3.8%/năm và sản lượng xấp xỉ 38 kg/người vào năm 2024.

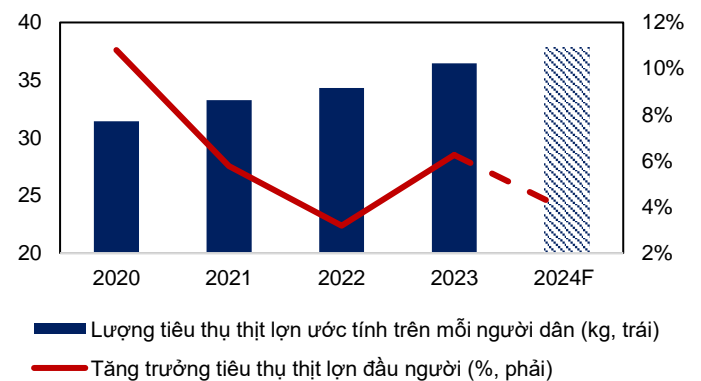
Trong điều kiện nguồn cung hạn chế, dịch bệnh ASF còn nhiều phức tạp, chúng tôi dự báo giá thịt lợn hơi sẽ duy trì trung bình 65,000 VND/kg – 75,000 VND/kg đến hết nửa đầu năm 2025 và giảm nhiệt kể từ nửa cuối năm 2025 khi nguồn cung heo nội địa ổn định trở lại.

Hình 16: Xếp hạng tiêu thụ thịt heo xẻ mỡ nội địa (cập nhật mới nhất T5/2024, dvi: nghìn tấn)



Nguồn: USDA, MBS Research

Hình 17: Tăng trưởng tổng số đàn lợn trên thị trường Việt Nam (%)



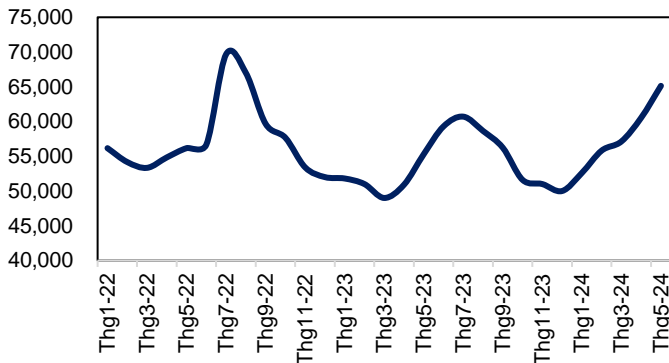
*Số liệu lấy theo ước tính tổng thịt lợn xẻ mỡ nội địa

Nguồn: USDA, GSO, MBS Research

Các doanh nghiệp/hộ chăn nuôi theo hình thức trang trại khép kín sẽ giành được lợi thế nhờ vào (1) khả năng kiểm soát điều kiện ăn uống, môi trường sống, (2) khả năng kiểm soát chất lượng đầu vào của đàn lợn, (3) hạn chế được dịch tả lợn châu Phi. Bên cạnh đấy, khi có sự thuận lợi về điều kiện chăm nuôi và thị

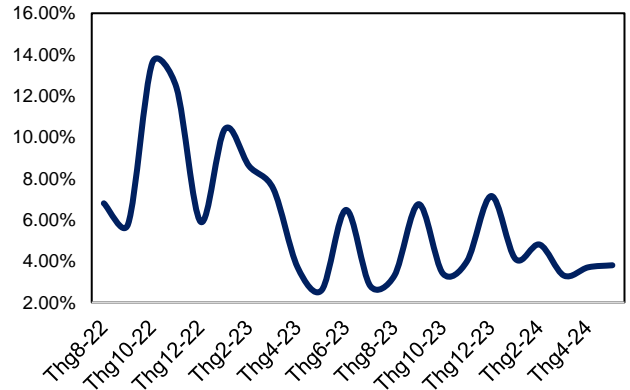
trường giá heo hơi, các doanh nghiệp khép kín sẽ dễ dàng tái đàn và cung cấp thêm thương phẩm ra ngoài thị trường.

Hình 18: Giá thịt heo hơi trên thị trường (vnd/kg)



Nguồn: Tổng Cục Thống kê, MBS Research

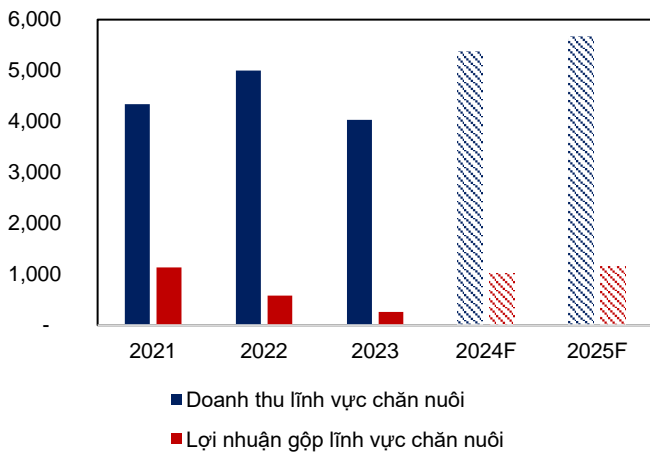
Hình 19: Tăng trưởng tổng số đàn lợn trên thị trường Việt Nam (%)



Nguồn: Tổng cục Hải quan, MBS Research

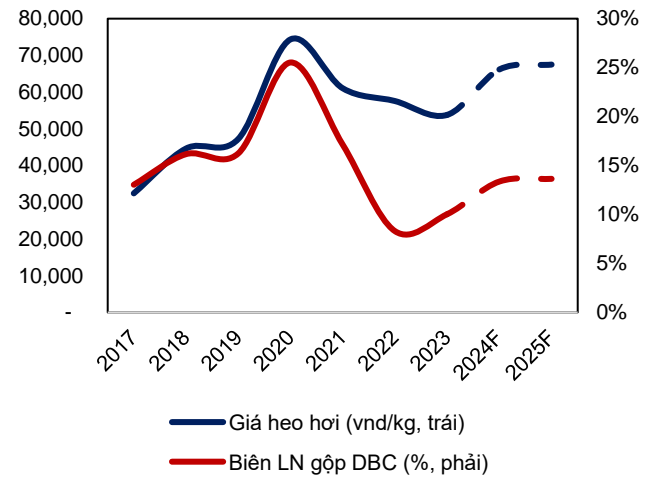
DBC đã chuẩn bị trước nguồn cung heo và sẵn sàng lọc lượng tái đàn kể từ Q1/2024, do đó DBC sẽ có lợi thế về nguồn cung tiêu thụ. Chúng tôi kỳ vọng giá heo năm 2024 sẽ đạt trung bình 65,000 vnd/kg và duy trì trong 2025. Theo đó, chúng tôi dự báo doanh thu mảng chăn nuôi có thể tăng 33% so với mức nền thấp của năm 2023, lợi nhuận gộp mảng chăn nuôi có thể tăng mạnh vào năm 2024 và duy trì trong năm 2025.

Hình 20: Doanh thu và LN gộp của DBC theo năm (tỷ đồng)



Nguồn: DBC, MBS Research ước tính

Hình 21: Dự báo giá heo hơi và biên LN gộp DBC năm 24-25



Nguồn: DBC, nhachannuoi, MBS Research ước tính

Mảng thức ăn chăn nuôi tiếp tục hưởng lợi từ giá đầu vào giảm nhiệt trong năm 2024 và duy trì ổn định ở mức nền thấp trong năm 2025

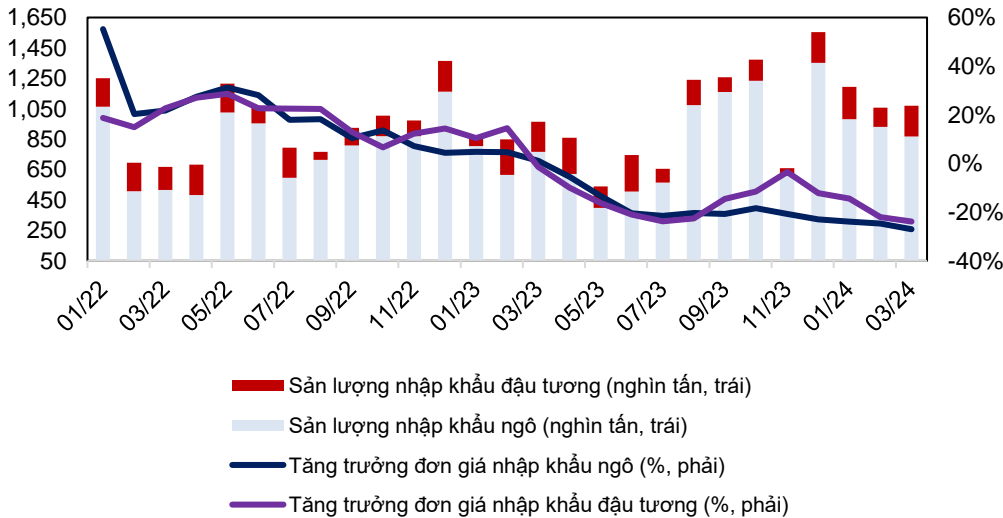
Dự báo giá nguyên vật liệu nhập khẩu tiếp tục duy trì ở mức nền thấp nhờ vào nguồn cung dồi dào trên thế giới

Từ tháng 3/2023, giá nguyên vật liệu đầu vào sản xuất thức ăn chăn nuôi tại Việt Nam liên tục giảm và đang ghi nhận sự giảm nhiệt đáng kể. Vào T3/2024, đơn giá ngô nhập khẩu giảm 27% svck, đơn giá đậu tương giảm 24% svck. Giá thức ăn chăn nuôi trong nước cũng đã hạ nhiệt so với mức nền cao của năm

2022. Tính từ năm 2023 đến nay, đã có 7 đợt giảm giá thức ăn chăn nuôi. Mới nhất, trong tháng 5/2025, giá thức ăn chăn nuôi lại hạ trung bình 150 VND/kg

FAO dự báo nguồn cung ngô trên toàn thế giới tăng 3% so với niên độ 2022-23, đạt 1251 triệu tấn, nguồn cung đậu tương tăng 5% so với niên độ 2022-23, dự kiến đạt 437.6 triệu tấn. Sản lượng đậu tương giảm ở Brazil sẽ được bù đắp bởi sản lượng từ Ấn Độ và Trung Quốc. Do đó, giá nhập khẩu ngô và đậu tương trong năm 2024 sẽ không có biến động bất thường và tiếp tục được duy trì ở mức nền thấp.

Hình 22: Sản lượng nhập khẩu đậu tương và ngô về Việt Nam

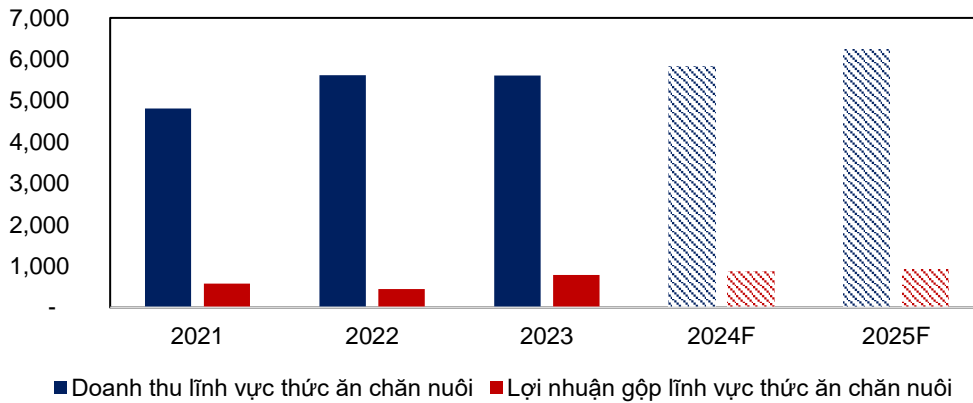


Nguồn: Tổng cục Hải quan, MBS Research

Mảng thức ăn chăn nuôi mang lại lợi nhuận ổn định trong năm 2024-2025.

DBC sở hữu mô hình 3F (Feed – Farm – Food), vì thế giá nguyên vật liệu sản xuất thức ăn chăn nuôi đầu vào hạ nhiệt tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Năm 2023, mảng thức ăn chăn nuôi có lợi nhuận khoảng 300 tỷ đồng và đã bù đắp vào sự kinh doanh không khả quan của mảng chăn nuôi heo. Năm 2024, với giả định giá nguyên vật liệu thức ăn chăn nuôi không có nhiều biến động, duy trì ở mức nền thấp, chúng tôi kỳ vọng mảng thức ăn chăn nuôi duy trì sự ổn định nhờ vào thị trường chăn nuôi sẽ khả quan hơn trong năm 2024 khi mức giá bán có sự cải thiện đáng kể. Chúng tôi dự báo doanh thu mảng thức ăn chăn nuôi tăng nhẹ 3% svck, lợi nhuận gộp mảng chăn nuôi có thể tăng tương đương 4%/6% trong giai đoạn 2024-25.

Hình 23: Doanh thu và lợi nhuận gộp của DBC mảng thức ăn chăn nuôi và dự báo cho năm 2024-25 (tỷ đồng)



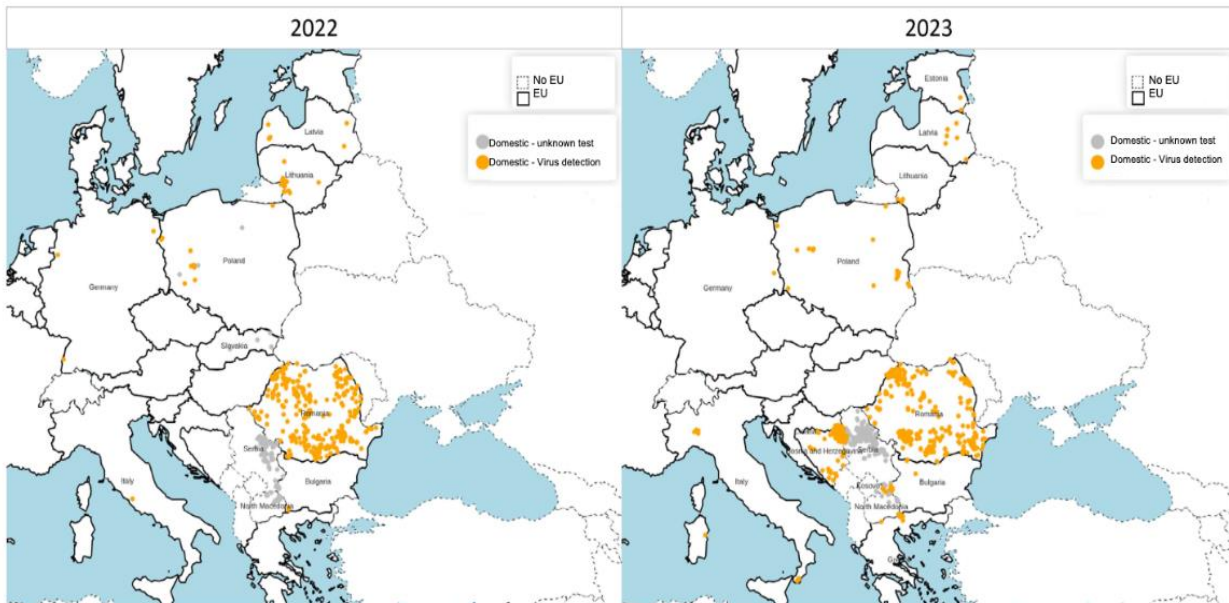
Nguồn: DBC, MBS Research ước tính

Mảng sản xuất VACCINE: Câu chuyện trung hạn cho DBC

Tiềm năng xuất khẩu dành cho DBC khi vaccine ASF được thương mại hóa

Dịch bệnh ASF vẫn đang bùng phát diện rộng trên toàn thế giới. Theo EFSA, năm 2023, số lượng ASF bùng phát tăng 10% svck và chưa có dấu hiệu thuyên giảm. Tại Trung Quốc, khoảng 27.9 triệu tấn thịt lợn đã phải bỏ đi vì nhiễm ASF, chỉ trong vòng 30 tháng. Tại Philippines, dịch bệnh vẫn đang diễn ra ở hơn 55 tỉnh và chưa có biện pháp kiểm soát hiệu quả. Với tỷ lệ chăn nuôi nhỏ lẻ và heo rừng lớn, dịch bệnh ASF vẫn đang diễn biến phức tạp và chưa có biện pháp phòng chống triệt để.

Hình 24: Số lượng ASF bùng phát tại EU năm 2022-23



Nguồn: EFSA, MBS Research

Hiện tại trên thế giới đang có nhiều quốc gia vẫn đang tiếp tục nghiên cứu sản xuất vaccine ASF và đến hiện tại vẫn chưa có nhiều kết quả khả quan. Bên cạnh đấy, theo số liệu số ca bùng dịch trong Q1/2024 cho thấy hai dòng vaccine được thương mại hóa tại Việt Nam chưa đáp ứng đủ nhu cầu phòng chống dịch bệnh. Vì vậy, chúng tôi nhận thấy kỳ vọng đối với vaccine ASF của DBC là rất lớn.

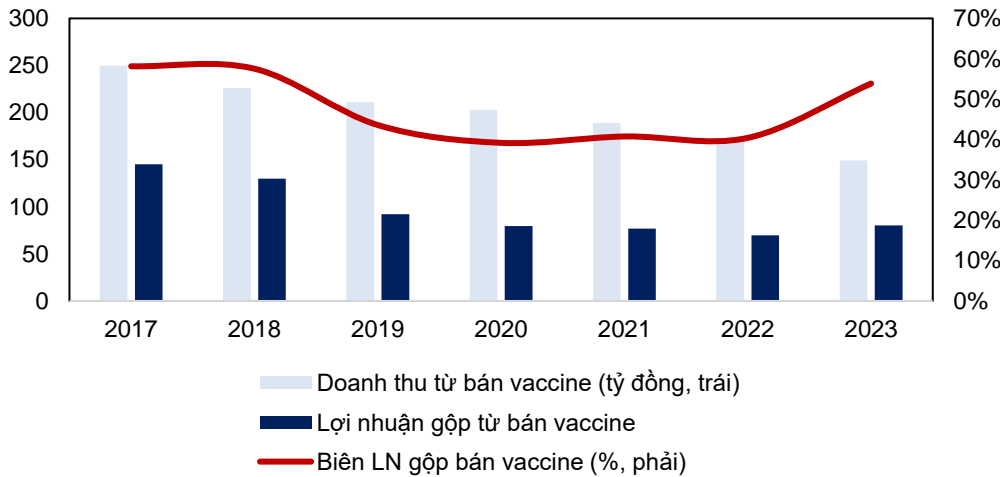
Trong cuối năm 2023 vừa qua, DBC có kết hợp với Winsun BIO-Pharmaceutical nhằm hỗ trợ, đẩy mạnh nghiên cứu và sản xuất vaccine. Theo chia sẻ của ban lãnh đạo, DBC đã tổ chức tiêm vaccine cho heo trong đàn và một số trại liên kết. Kết quả, lứa đầu tiên sau khi tiêm 70 ngày đều khỏe mạnh và ghi nhận kết quả tích cực. Theo chia sẻ BLD, dự kiến Q3/2024, nhà máy sản xuất vaccine với công suất tối đa 200 triệu liều/năm sẽ có kết quả cuộc khảo nghiệm.

Kết quả khảo nghiệm thành công sau khi thử nghiệm đủ 600,000 liều tại nhiều trang trại khác nhau. Vì thế chúng tôi đánh giá sớm nhất đầu năm 2025, DBC có khả năng sẽ thương mại hóa được vaccine ASF.

DBC có nhiều tiềm năng trung hạn lớn đối với mảng vaccine động vật

Chúng tôi nhận thấy phát triển sản xuất và thương mại hóa vaccine là câu chuyện tiềm năng cho DBC trong trung và dài hạn. Tuy không mang lại doanh thu cao so với quy mô kinh doanh của DBC, tuy nhiên lĩnh vực này có biên LN tốt (khoảng 47%) và sẽ mang lại lợi nhuận ổn định cho doanh nghiệp.

Hình 25: Doanh thu và LN gộp từ mảng bán vaccine của VET



Nguồn: VET, MBS Research

Nhà máy vaccine hiện tại của DBC có công suất khoảng 100 triệu liều/năm với dự tính lúc đầu sẽ triển khai 3 loại vaccine: ASF, tai xanh, lở mồm long móng. Chúng tôi nhận thấy bên cạnh việc cung cấp nội địa, với công suất tối đa khoảng 200 triệu liều/năm, DBC có tiềm năng xuất khẩu vaccine ra các đối tác nước ngoài: Trung Quốc, Philippines, Thái Lan...

DBC đặt kế hoạch tăng vốn để mở rộng mảng chăn nuôi và nhà máy ép dầu

Ngày 06/06/2024 vừa qua, DBC đã ra nghị quyết về việc chào bán 92.7 triệu cổ phiếu, trong đó: (1) 80.7 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu tỷ lệ 3:1, giá phát hành 15,000 đồng/cp, (2) 12 triệu cổ phiếu ESOP. Tỷ lệ chào bán thành công tối thiểu 70%, tương đương 56.5 triệu cổ phiếu. Số tiền thu được sử dụng 100% để nâng cấp nhà máy ép dầu giai đoạn 2 nhằm hoàn thiện mô hình 3F. Bên cạnh đấy, dự kiến trong năm 2024, DBC sẽ phát hành 48.4 triệu cổ phiếu (tương đương 20% tổng số lượng cổ phiếu sau khi chào bán 92.7 triệu cổ phiếu thành công) với giá phát hành không dưới 28,000 đồng/cp cho nhà đầu tư chiến lược. Số cổ phiếu dành cho nhà đầu tư chiến lược bị hạn chế chuyển nhượng trong vòng 3 năm, sử dụng để (1) đầu tư thêm cho dự án trang trại lợn tại Ngọc Lặc, Thanh Hóa, (2) trả nợ vay cho dự án chăn nuôi lợn công nghệ cao tại Thạch Thành, Thanh Hóa.

Trong tài liệu cổ đông năm 2024, DBC đã đề ra kế hoạch kinh doanh cho năm 2024 với tổng doanh thu (bao gồm cả doanh thu nội bộ) và lợi nhuận sau thuế đạt 25,380/729 tỷ đồng, tăng 14%/29x svck. Chúng tôi đánh giá năm 2024 sẽ là một năm phục hồi mạnh mẽ của DBC khi giá lợn hơi duy trì ở mức nền cao từ đầu đến nay, tính đến hết tháng 5/2024, giá tăng 20% svck. Từ đó, hộ chăn nuôi cũng có động lực để tái đàn, giúp tăng sản lượng tiêu thụ thức ăn chăn nuôi. Bên cạnh đó, giá nguyên vật liệu sản xuất giảm nhiệt, hỗ trợ cho biên LN gộp cải thiện svck. Chúng tôi dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận ròng đạt 12,579/518 tỷ đồng, tăng 14%/21x svck, thấp hơn so với kế hoạch của doanh nghiệp do giả định thận trọng hơn về chi phí thức ăn đầu vào của mảng chăn nuôi.

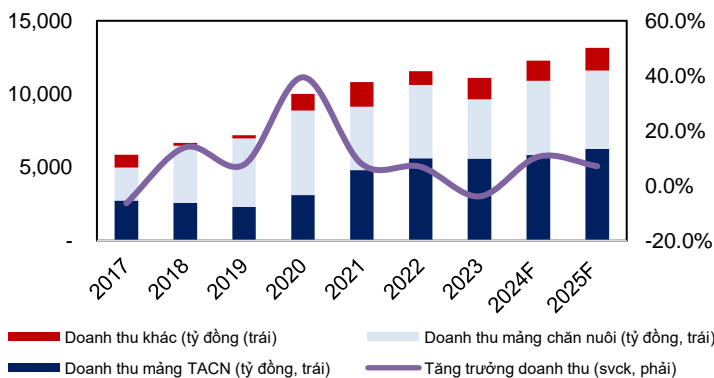
Dự báo KQKD giai đoạn 2024-2025

Hình 26: Dự báo KQKD 2024-2025 (Đơn vị: tỷ VND)

Các chỉ tiêu KQKD	2024F (tỷ đồng)	svck (%)	2025F (tỷ đồng)	svck (%)	Đánh giá
Doanh thu thuần	12,281	11%	13,152	7%	
Doanh thu lĩnh vực thức ăn chăn nuôi	5,832	4%	6,247	7%	(1) Giá bán thức ăn chăn nuôi giảm nhẹ svck khi dự báo năm 2024, giá nguyên vật liệu nhập khẩu đầu vào dự báo giảm trung bình 20% svck, (2) tỷ lệ tái đàn gia tăng, nhu cầu tiêu thụ thức ăn chăn nuôi tăng khoảng 5% svck
Doanh thu lĩnh vực chăn nuôi	5,365	33%	5,662	6%	Dự báo giá heo tăng khoảng 20% svck, trung bình ở mức 65,000 vnd/kg heo hơi và duy trì trong năm 2025
Doanh thu khác	1,365	-6.9%	1,537	12.6%	Năm 2023, DBC đã bàn giao hết phần còn lại trong dự án Park View City, năm 2024 không còn ghi nhận.
Lợi nhuận gộp	1782	59.9%	1968	10.5%	(1) Giá nguyên vật liệu nhập khẩu đầu vào (chiếm 60-70% nguyên vật liệu sản xuất TACN) giảm nhiệt trong năm 2023 và tiếp tục duy trì trong năm 2024, (2) Giá thành chăn nuôi heo bán ra tăng khoảng 20% svck
Biên lợi nhuận gộp	14.2%	4.2 đ%	14.7%	0.5 đ%	Lợi nhuận gộp tăng trưởng tốt hơn so với mức tăng doanh thu, nhờ vào giá bán heo bắt đầu bước vào chu kỳ tăng giá. Chúng tôi kỳ vọng với mức giá heo tăng 20% svck sẽ hỗ trợ cho biên LN gộp chung tăng khoảng 4 đ% svck
Chi phí bán hàng	465	7.6%	496	6.5%	
Chi phí quản trị DN	377	5.9%	402	6.5%	
% chi phí quản trị bán hàng/Doanh thu	6.7%		6.7%		
Doanh thu tài chính	30	-15.3%	32	6.5%	
Chi phí tài chính	298	6.2%	291	-2.5%	Nền lãi suất cho vay thấp hơn svck trong khi quy mô vay gia tăng.
LNTT	691	607.1%	834	20.6%	
Thuế TNDN	173	137.6%	208	20.6%	
LN ròng	518	1973.1%	625	20.6%	Tình hình kinh doanh chăn nuôi heo khả quan, dự báo giá heo tăng 20% svck sẽ giúp cho DBC ghi nhận LN ròng năm 2023 đạt 518 tỷ đồng, gấp 21 lần so với cùng kỳ. Chúng tôi dự báo giá heo sẽ duy trì 65.000 vnd/kg đến cuối năm 2025, từ đó DBC có thể duy trì lợi nhuận tốt trong 2 năm tiếp theo.

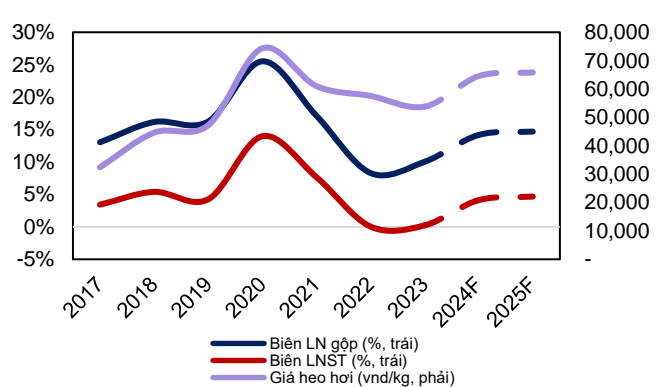
Nguồn: DBC, MBS Research ước tính

Hình 27: Doanh thu các lĩnh vực kinh doanh theo năm



Nguồn: DBC, MBS Research

Hình 28: Biên LN gộp và biên LN ròng (%)



Nguồn: DBC, MBS Research

Báo cáo tài chính

Báo cáo kết quả HĐKD	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25	Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25
Doanh thu thuần	11,558	11,110	12,579	13,401	LN trước thuế	79	98	691	834
Giá vốn hàng bán	(10,598)	(9,996)	(10,797)	(11,433)	Khấu hao	497	547	460	480
Lợi nhuận gộp	960	1,114	1,782	1,968	Thuế đã nộp	(74)	(73)	(173)	(208)
Chi phí quản lý DN	(344)	(356)	(377)	(402)	Các khoản điều chỉnh khác	(53)	(86)	5	1
Chi phí bán hàng	(403)	(432)	(465)	(496)	Thay đổi VLD	(137)	(1,454)	(62)	(427)
LN từ HĐKD	213	325	939	1,070	LCTT từ HĐKD	312	(967)	921	678
EBITDA thuần	710	873	1,399	1,550	Đầu tư TSCĐ	(1,189)	(375)	(328)	(329)
LN trước thuế & lãi vay	213	325	939	1,070	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	272	84	-	-
Thu nhập lãi	29	36	30	32	LCTT từ đầu tư	(818)	(258)	(392)	(366)
Chi phí tài chính	(201)	(281)	(298)	(291)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	-	(5)	-
Thu nhập ròng khác	38	20	23	24	Tiền vay ròng nhận được	1,135	1,326	(845)	155
TN từ các Cty LK & LD	0	(3)	(3)	(3)	Dòng tiền từ HĐTC khác	(203)	(136)	-	-
LN trước thuế	79	98	691	834	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	-	-	-	(121)
Thuế TNDN	(74)	(73)	(173)	(208)	LCTT từ hoạt động TC	933	1,190	(850)	34
Lợi nhuận sau thuế	5	25	518	625	Tiền & tương đương tiền đầu ki	200	627	592	271
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	LC tiền thuần trong năm	427	(35)	(321)	347
Lợi nhuận ròng	5	25	518	625	Tiền & tương đương tiền cuối ki	627	592	271	618
					Các chỉ số cơ bản	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25
Bảng cân đối kế toán	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25	Tăng trưởng doanh thu thuần	6.9%	-3.9%	13.2%	6.5%
Tiền và tương đương tiền	627	592	271	618	Tăng trưởng EBITDA	-55.5%	22.9%	60.3%	10.8%
Đầu tư ngắn hạn	505	490	555	591	Tăng trưởng LN từ HĐKD	19.3%	152.9%	188.5%	114.0%
Phải thu khách hàng	251	222	366	251	Tăng trưởng LN trước thuế	-91.9%	23.8%	607.1%	20.6%
Hàng tồn kho	5,207	5,494	5,522	6,214	Tăng trưởng LN ròng	-99.4%	381.4%	1973.1%	20.6%
Tổng tài sản ngắn hạn	7,065	7,101	7,100	8,086	Tăng trưởng EPS	-99.4%	381.4%	1975.2%	20.7%
Tài sản cố định	3,884	4,534	4,401	4,251	Biên LN gộp	8.3%	10.0%	14.2%	14.7%
Xây dựng cơ bản dở dang	1,398	476	476	476	Biên EBITDA	6.5%	8.2%	11.4%	11.8%
BDS đầu tư	-	-	-	-	Biên LN ròng	0.0%	0.2%	4.1%	4.7%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	ROAE	0.1%	0.5%	10.5%	11.5%
Đầu tư vào công ty LD, LK	114	110	110	110	ROAA	0.0%	0.2%	4.0%	4.7%
Các khoản đầu tư dài hạn khác	95	177	186	201	ROIC	0.1%	0.2%	5.1%	5.8%
Tổng tài sản dài hạn	5,909	5,910	5,787	5,652	Vòng quay tài sản	1.0	0.9	1.0	1.0
Tổng tài sản	12,974	13,012	12,887	13,738	Cổ tức chi trả/LN ròng	0.0%	0.0%	0.0%	19.3%
Vay & nợ ngắn hạn	3,705	4,841	4,026	4,337	Tổng nợ vay/VCSH	98.9%	125.7%	96.9%	91.0%
Phải trả người bán	2,129	796	838	938	Nợ vay ròng/VCSH	85.4%	113.0%	91.6%	80.1%
Phải trả ngắn hạn khác	362	1,103	1,249	1,331	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	30.6%	40.5%	36.9%	33.2%
Tổng nợ ngắn hạn	7,213	7,142	6,528	7,032	Khả năng thanh toán lãi vay	1.2	1.2	3.4	4.0
Vay & nợ dài hạn	886	1,026	996	840	Số ngày phải thu	7.9	7.3	10.6	6.8
Các khoản phải trả khác	234	177	177	177	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	179.3	200.6	186.7	198.4
Tổng Nợ dài hạn	1,120	1,204	1,174	1,017	Số ngày phải trả tiền bán	73.3	29.1	28.3	30.0
Tổng nợ	8,333	8,345	7,702	8,049	Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.0	1.0	1.1	1.1
Vốn điều lệ	2,420	2,420	2,415	2,415	Khả năng thanh toán nhanh	0.3	0.2	0.2	0.3
Thặng dư vốn cổ phần	418	418	418	418	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.2	0.2	0.1	0.2
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	Định giá				
LN giữ lại	8	28	552	1,056	EPS	21	103	2,147	2,589
Các quỹ thuộc VCSH	1,795	1,800	1,800	1,800	BVPS	19,178	19,282	21,469	23,558
Vốn chủ sở hữu	4,641	4,666	5,185	5,689	P/E	656.9	246.8	16.8	13.9
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	P/B	0.7	1.3	1.7	1.5
Tổng vốn chủ sở hữu	4,641	4,666	5,185	5,689					
Tổng nợ và VCSH	12,974	13,012	12,887	13,738					

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

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

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

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Ngô Quốc Hưng

Lê Minh Anh

Nghiêm Phú Cường

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyện

Đỗ Lan Phương

Nguyễn Đức Hải

Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Nguyễn Minh Trí

Lê Hải Thành

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly

Công nghiệp – Năng Lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Phạm Thị Thanh Huyền