

20 24

Tháng 5



BÁO CÁO PHÂN TÍCH

DABACO

THIÊN THỜI – ĐỊA LỢI – NHÂN ĐÀN



FIDT
FOCUS ON PERFORMANCE

Phòng Nghiên cứu và Phân tích
Công ty CP FIDT

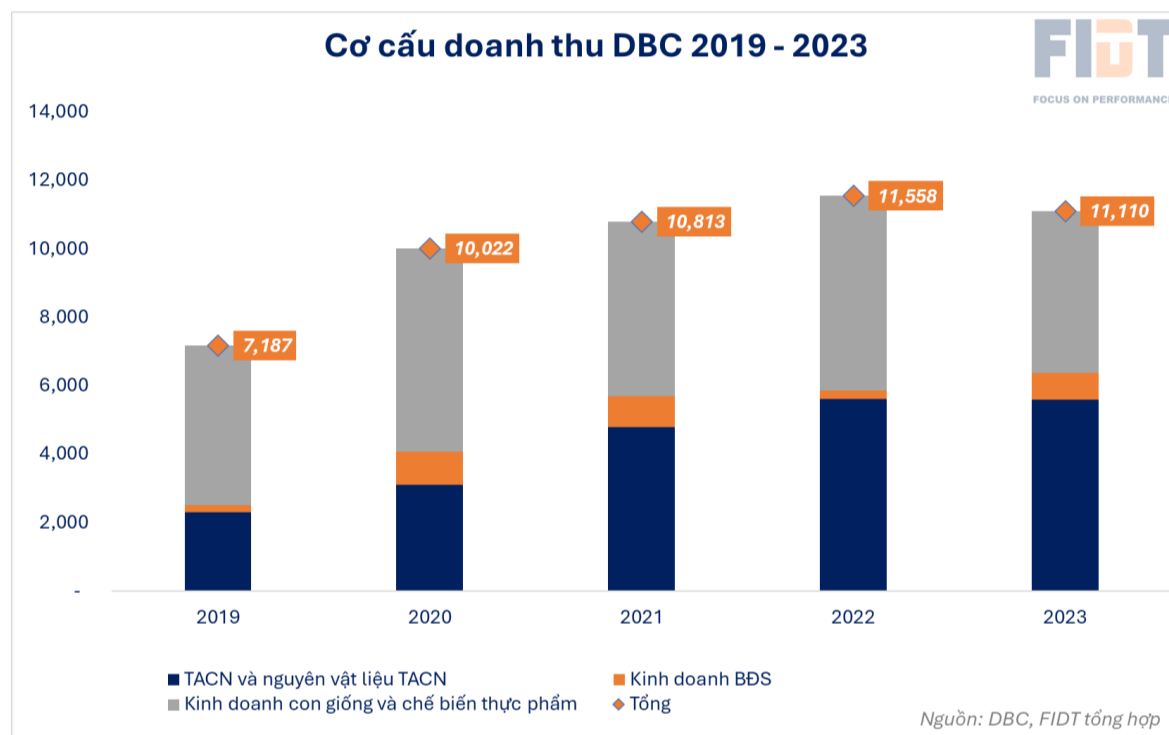
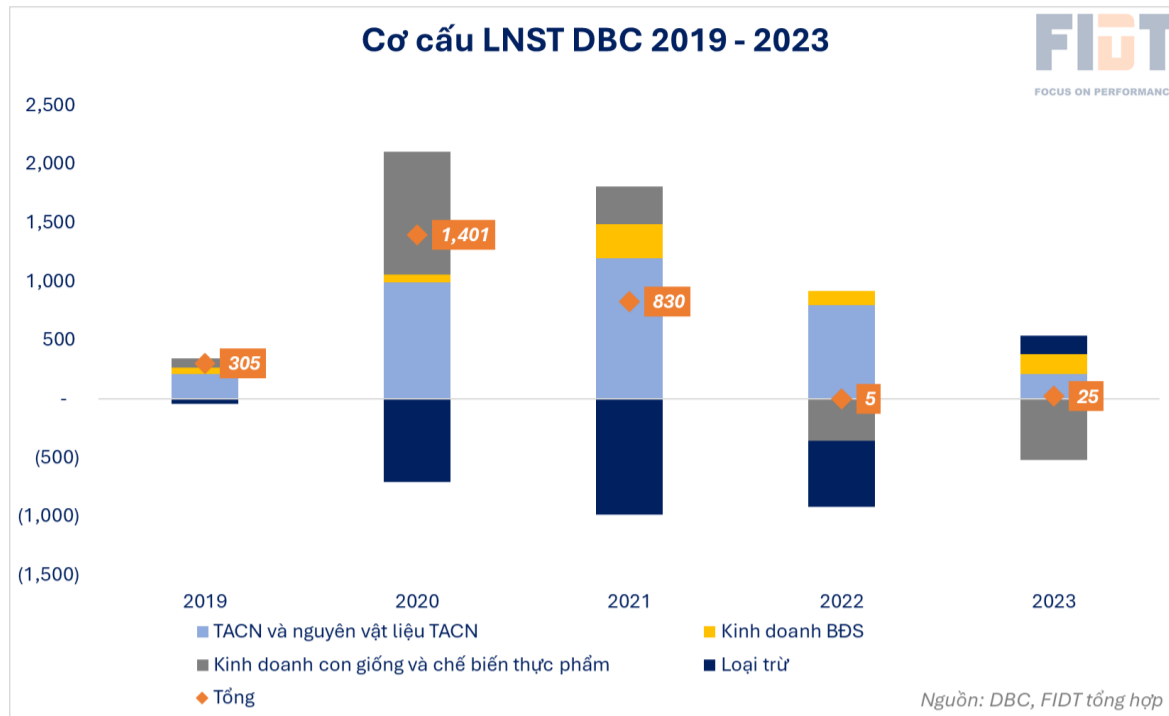
Website: fidt.vn

Phone: 02.888.935.79

Email: support@fidt.vn

BÁO CÁO PHÂN TÍCH ĐẦU TƯ DABACO (DBC)

1. CƠ CẤU DOANH THU DABACO



Xét tỷ trọng doanh thu, thức ăn chăn nuôi và chăn nuôi lợn thịt là hai mảng kinh doanh chính của DBC với tỷ trọng trên tổng doanh thu năm 2023 ước tính lần lượt là 62% và 34%.

Xét cơ cấu lợi nhuận, lợi nhuận mảng thức ăn chăn nuôi chiếm tỷ trọng cao và đều đặn cho DBC. Đây cũng là mảng kinh doanh chịu ảnh hưởng lớn của mảng chăn nuôi khi cung cấp thức ăn đầu vào cho heo thịt. Trong khi đó, chăn nuôi và chế biến thực phẩm có tính mùa vụ cao hơn, trong những giai đoạn thịt heo hơi xuống thấp, DBC thậm chí ghi nhận lỗ mảng này và tạo ra gánh nặng cho các mảng còn lại. Tuy nhiên, trong những giai đoạn giá heo cao điểm như năm 2020, 2021, mảng này thu được lợi nhuận rất tốt và kéo theo cả bức tranh lợi nhuận của DBC đi lên. Trong khi đó, mảng bất động sản trong những năm qua không chiếm quá lớn lợi nhuận trong tỷ trọng chung.

Vậy nên, theo chúng tôi nhận thấy, mảng chăn nuôi sẽ là động lực thúc đẩy kinh doanh của DBC trong những năm tới và chúng ta sẽ đi vào phân tích kỹ hơn mảng này của doanh nghiệp.

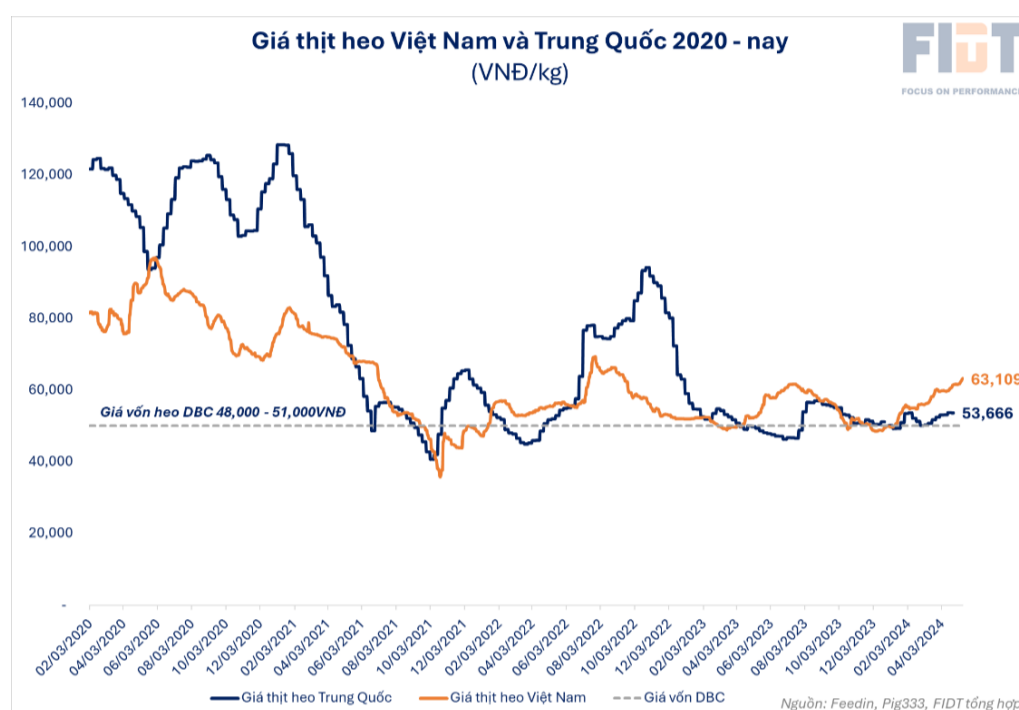
2. CÂU CHUYỆN DOANH NGHIỆP DABACO

Ngành chăn nuôi được đánh giá là ngành sẽ có sự phục hồi kết quả kinh doanh tốt trong thời gian tới trong bối cảnh phục hồi chung của nền kinh tế. Với nhiều động lực tăng trưởng hấp dẫn, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư theo dõi cổ phiếu ngành chăn nuôi - DBC với những tiềm năng tăng trưởng cụ thể.

Thứ nhất, kỳ vọng doanh thu sẽ tăng trưởng khi giá heo hơi tăng và quy mô doanh nghiệp mở rộng

(1) Chúng tôi kỳ vọng cung cầu heo sắp tới sẽ là động lực để giá heo tiếp tục tăng và duy trì mức cao trong năm 2024.

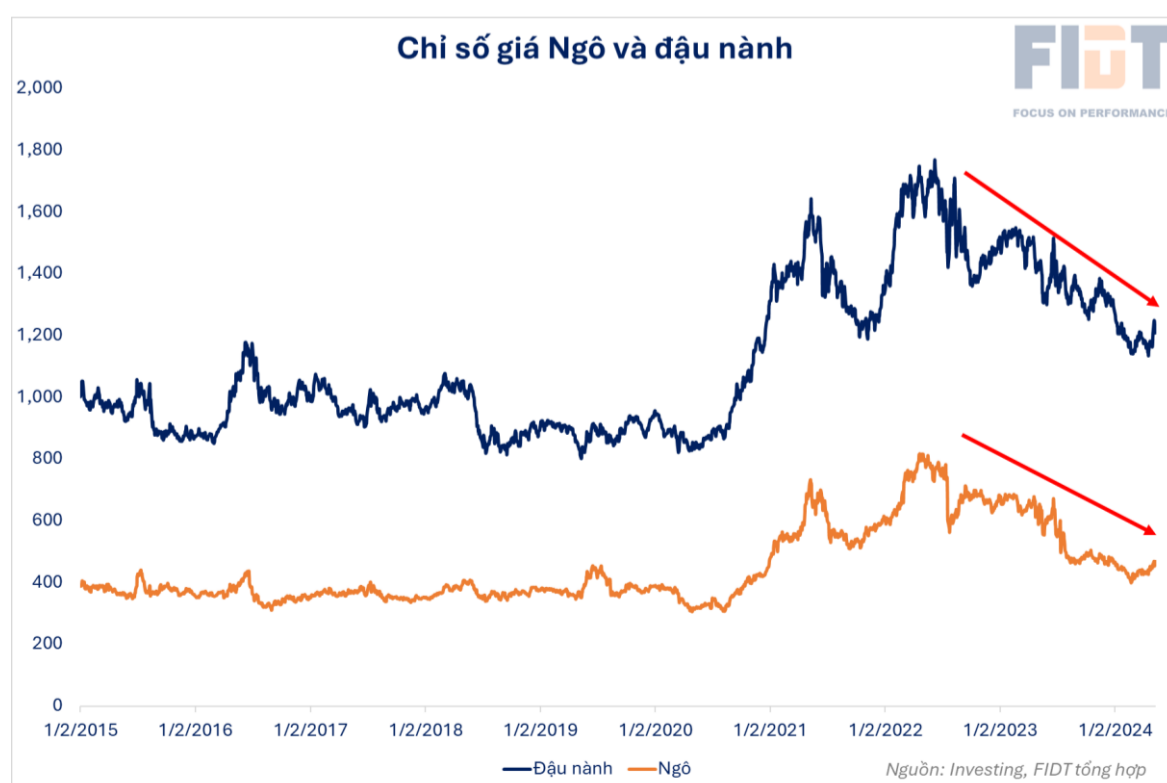
- Về cung của ngành đã được thu hẹp khá nhiều khi việc giá heo thấp đã khiến các hộ chăn nuôi nhỏ lẻ bỏ không tái đàn. Trước đây, tỷ trọng chăn nuôi nông hộ chiếm tới 70% nguồn cung thịt heo tuy nhiên con số này hiện đã co hẹp xuống còn khoảng 40-50%. Trong năm 2022-2023, việc giá heo duy trì quanh 45,000-50,000/kg đã làm nhiều hộ chăn nuôi nhỏ lẻ thua lỗ, bỏ tái đàn, trường vốn không đủ là bất lợi lớn của các hộ nuôi với các doanh nghiệp lớn trên thị trường. Bên cạnh đó, dịch tả lợn châu Phi đang lan rộng cũng sẽ là bất lợi thu hẹp nguồn heo trong thời gian tới.
- Nhu cầu được kỳ vọng tăng trở lại trong bối cảnh việc làm trong nền kinh tế phục hồi tốt trở lại, bên cạnh các yếu tố thúc đẩy tiêu dùng đến từ Chính phủ như giảm thuế VAT, tăng lương cơ bản,... đã kích thích chi tiêu của người tiêu dùng trong giai đoạn hiện nay.
- Mối lo đến từ heo nhập giá rẻ theo chúng tôi thấy đã được giảm thiểu đáng kể khi các cửa khẩu đang thắt chặt hơn với các sản phẩm này, đây cũng là yếu tố được kỳ vọng giúp giá heo hơi không bị kéo giảm.



Góc nhìn về giá heo, các chủ doanh nghiệp đang kỳ vọng lớn và đánh giá tích cực. Với ông Nguyễn Như So, chủ tịch HĐQT của DBC dự báo giá lợn hơi sẽ còn tăng cao bởi nguồn cung giảm mạnh hơn nhu cầu và phải mất tối thiểu 18 tháng mới có thể khắc phục được tình trạng thiếu cung. Trong khi ông Đoàn Nguyên Đức, chủ tịch HAG cho rằng chu kỳ giá heo tăng thường sẽ kéo dài 2 năm, như vậy 2024, 2025 sẽ là giai đoạn tích cực sau năm 2022, 2023 giá heo duy trì thấp dưới 60,000 VNĐ.

(2) Sản lượng dự kiến sẽ tăng mạnh. Điểm rơi sản lượng của DBC đang có xu hướng trùng với các điều kiện khả quan khác của thị trường như giá heo tăng & thị phần cải thiện khi các hộ chăn nuôi không tái đàn mà chúng tôi đã trình bày ở phần trên. Dabaco đã nhập về 10,000 con lợn giống trong năm 2023, hiện có khoảng trên 50,000 lợn nái và đang đặt tham vọng đạt 60,000 lợn nái. Việc DBC có sẵn quy mô đàn lớn và triển khai đưa vào hoạt động Dự án chăn nuôi tại Thanh Hóa (Công suất: 5,600 lợn nái, 77,400 lợn thương phẩm) và Dự án lợn giống Phú Thọ - giai đoạn 3 (Công suất: 4.800 lợn nái, hơn 70.000 lợn thương phẩm) từ năm 2023 **(+25% tổng công suất doanh nghiệp)** sẽ tận dụng được hiệu quả tiềm năng doanh nghiệp trong chu kỳ tăng trưởng trở lại của ngành.

Thứ hai, chi phí giá vốn của DBC được kỳ vọng giảm thiểu đáng kể khi giá nguyên liệu thức ăn chăn nuôi duy trì thấp



Chỉ số giá các loại ngũ cốc đã giảm liên tục trong năm 2023 và duy trì đà giảm qua các tháng vừa qua của năm 2024. Chúng tôi đánh giá nguồn cung các loại ngũ cốc trong năm 2024 vẫn đảm bảo giúp duy trì giá ngũ cốc thấp. Theo dự báo của Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ (USDA) tháng 10/2023, sản lượng ngũ cốc toàn cầu niên vụ 2023/2024 sẽ đạt khoảng 2,796.12 triệu tấn, tăng 2% so với niên vụ trước. Điều này được dự đoán do thời tiết thuận lợi ở Mỹ, Brazil và một số quốc gia châu Âu từ quý II/2023, tạo điều kiện tốt cho cây trồng phát triển. Bên cạnh đó, Ukraine cũng mở đường cho việc vận chuyển ngũ cốc mặc dù vẫn tiềm ẩn những rủi ro từ xung đột ở khu vực Biển Đen.

Thứ 3, về dài hạn hơn, chúng tôi đang kỳ vọng việc thương mại vaccine dịch tả lợn châu Phi và Luật Chăn nuôi áp dụng từ 2025 sẽ thúc đẩy mạnh mẽ kết quả kinh doanh của DBC.

(1) Kỳ vọng vào thương mại vaccine dịch tả DACOVAC-ASF2

Theo cập nhật của doanh nghiệp, việc nghiên cứu vaccine đã được thực hiện thành công dưới sự hợp tác giữa Bộ Nông nghiệp Mỹ và Bộ Nông nghiệp & Phát triển Nông thôn Việt Nam, phát minh sẽ được chuyển giao cho phía Việt Nam sản xuất và vận hành thương mại. Hiện nhà máy vaccine đang phấn đấu hoàn tất kiểm nghiệm vào 20/5 tới đây và tiến hành đánh giá GMP. Trước đó, đầu tháng 1/2024, Tập đoàn đã đăng ký thành công việc quản lý vaccine với Nhà nước. Trong giai đoạn dịch căng thẳng, tháng 1/2024, tập đoàn đã quyết định cho tiêm nội bộ và sự bảo hộ ghi nhận đến thời điểm này là 100%. Dự kiến, vaccine DACOVAC-ASF2 sẽ được thương mại hoá trong quý 2, nếu điều kiện không thuận lợi thì có thể kéo dài sang quý 3 năm nay và mang về nguồn thu cho DBC trong năm 2024.

Song song với quá trình pháp lý và sản xuất, DBC cũng đã làm việc tích cực để ký kết với các đối tác, nhằm mục đích phân phối hiệu quả sản phẩm vaccine của doanh nghiệp. Tháng 8/2023, DBC đã ký kết hợp tác với Guangdong Winsun Bio Pharmaceutical là doanh nghiệp sản xuất sinh phẩm sinh học thú y hàng đầu Trung Quốc, với 17 dây chuyền sản xuất đạt tiêu chuẩn GMP của WHO. Bên cạnh đó là thúc tiến hợp tác với các nước châu Âu, Philippines,... mở ra tiềm năng lớn xuất khẩu vaccine ra các thị trường chăn nuôi heo lớn trên toàn cầu.

Tiềm năng thị trường khổng lồ sẽ đảm bảo đầu ra cho các sản phẩm của DBC và mang lại nguồn thu khổng lồ

Quốc gia	Số lượng đàn lợn 2023 (triệu con)
Trung Quốc	452.6
Việt Nam	28.5
Hàn Quốc	11.1
Philippines	10.1
Indonesia	8.5
Lào	4.0
Campuchia	2.1
Malaysia	1.7
Tổng	518.6
<i>Nguồn: FIDT tổng hợp</i>	

Doanh nghiệp	Vốn đầu tư cho nhà máy vaccine (Tỷ đồng)	Công suất (Triệu liều/năm)
NAVETCO	-	50
AVAC	-	60
Dabaco	300	200

Đàn lợn trên toàn thế giới hiện nay đang hơn 500 triệu con và nhu cầu vaccine cần thiết cho bất cứ cá thể nào bởi sự nguy hiểm của dịch tả lợn. Nhu cầu đó tạo ra một thị trường cực kỳ rộng lớn với giá trị hàng tỷ đô. Với sự cạnh tranh không cao, khi hiện tại mới chỉ có 2 loại vaccine được thương mại hóa và chưa tạo được nhiều uy tín, tiềm năng đầu ra cho các sản phẩm vaccine của DBC theo chúng tôi sẽ rất lớn và bước đi cho cả chặng đường dài của doanh nghiệp.

(2) Luật Chăn nuôi sẽ chính thức có hiệu lực từ 2025

Theo quy định của luật, các địa phương có 5 năm kể từ khi luật có hiệu lực, tức từ ngày 1/1/2025 để thực hiện di dời các cơ sở chăn nuôi không phù hợp. Như vậy, hàng chục nghìn cơ sở chăn nuôi trên cả nước có thể sẽ phải di dời ra khỏi các khu vực dân cư hoặc ngừng hoạt động. Quá trình này theo chúng tôi, sẽ càng khiến các hộ chăn nuôi nhỏ lẻ gặp khó khăn chuyển đổi, trong khi các doanh nghiệp hưởng lợi với nguồn lực sẵn có. Cơ cấu ngành chăn nuôi Việt Nam cũng đang thay đổi rõ rệt sau các đợt bùng phát dịch tả lợn châu Phi vừa qua. Trong đó, số hộ chăn nuôi nhỏ lẻ đã giảm mạnh 50% từ mức 4 triệu hộ vào năm 2021 xuống còn 2 triệu hộ vào đầu năm 2023. Hiện nguồn cung heo hơi từ các hộ chăn nuôi nhỏ lẻ đang chiếm khoảng 40% tổng nguồn cung toàn thị trường. Tuy nhiên, trong tương lai, tỷ trọng này được dự báo sẽ co hẹp xuống còn 20 - 30% và đây là cơ hội cho các doanh nghiệp chăn nuôi công nghiệp phát triển.

Từ những kỳ vọng trên, chúng tôi cho rằng DBC là cổ phiếu có câu chuyện đầu tư hấp dẫn trong năm 2024 và dài hạn cho cả giai đoạn 2025-2026.

3. DỰ PHÓNG, ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Dự phóng KQKD DBC 2024-2025F

DỰ PHÓNG DOANH THU DBC 2024-2025				
DOANH THU THUẦN (DBC)	2023	2024F	2025F	Chú thích
	11,110	13,232	16,938	
%tăng trưởng	-4%	19%	28%	
Thức ăn chăn nuôi	5,610	6,564	7,483	Sản lượng tăng mạnh lấp đầy công suất 1.5 triệu tấn và giá nguyên liệu TACN đầu vào duy trì thấp hơn 8-10% so với cùng kỳ 2023 sẽ hỗ trợ mảng kinh doanh này.
%tỷ trọng	50%	50%	44%	
%tăng trưởng	0%	17%	14%	
Chăn nuôi và thực phẩm	4,730	5,960	7,689	Giá heo duy trì cao 60,000-70,000VND/kg trong 2 năm 2024-2025. Đưa vào nhà máy giai đoạn giúp tăng công suất từ 500 tấn lên 1500 tấn/ngày trong năm 2025.
%tỷ trọng	43%	45%	45%	
%tăng trưởng	-17%	26%	29%	
Bất động sản	769	308	366	
%tỷ trọng	7%	2%	2%	
%tăng trưởng	211%	-60%	19%	
Sản xuất vaccine		400	1,400	Thương mại hóa vaccine vào Quý 3 năm 2024. Cải tiến và nâng dần công suất. Ước tính 35,000VND/liều vaccine.
%tỷ trọng		3.02%	8.27%	
%tăng trưởng			250%	
Lợi nhuận sau thuế	25	687	1,043	

Định giá EV/EBITDA

Phương pháp EV/EBITDA	50%
EBITDA 2023	626.4
EV/EBITDA (lần)	21.5
Giá trị doanh nghiệp	13,493.2
Tiền và tương đương tiền	192.2
Tổng nợ	3,609.5
Giá trị vốn chủ sở hữu	10,075.8
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	0.2420
Giá dự kiến (VNĐ/cp)	41,635

Định giá FCFF

WACC						
	12.09%	12.59%	13.09%	13.59%	14.09%	
Terminal growth	3.8%	51,217	46,859	42,976	39,495	36,357
	3.3%	47,968	44,011	40,463	37,266	34,370
	2.8%	45,068	41,453	38,195	35,244	32,559
	2.3%	42,465	39,145	36,137	33,401	30,902
	1.8%	40,115	37,050	34,262	31,715	29,380

Phân tích độ nhạy giữa định giá DBC và biến động giá heo hơi					
Giá heo TB 2024	61,000	63,000	65,000	67,000	69,000
Định giá	38,195	39,146	40,097	41,047	41,998

Phương pháp FCFF	50%
Tổng giá trị hiện tại của FCFF	4,261.8
Tỷ lệ tăng trưởng g	3%
Giá trị cuối cùng (Terminal value)	18,063.9
Giá trị hiện tại của TV	9,766.8
Giá trị doanh nghiệp	14,028.6
Tiền & đầu tư tài chính ngắn hạn	1,082.0
Vay nợ	5,867.1
Giá trị vốn chủ sở hữu	9,243.5
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	0.2420
Giá dự kiến (VNĐ/cp)	38,196

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp định giá FCFF và EV/EBITDA với tỷ lệ 50/50 để xác định giá trị hợp lý của DBC. Theo đó, giá mục tiêu của DBC ước tính đạt 39,916 VNĐ/cp, upside 27.12% so với giá đóng cửa ngày 16/05/2024.

Tổng hợp các phương pháp định giá - giá mục tiêu (VNĐ)			
Phương pháp định giá	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Giá dự phóng theo tỷ trọng
EV/EBITDA	41,635	50%	20,818
FCFF	38,196	50%	19,098
Giá mục tiêu			39,916

Chúng tôi đang dự phóng giá heo hơi của DBC năm nay sẽ đạt 61,000 VNĐ/kg, trường hợp giá heo trung bình năm 2024 đạt mức giá cao hơn, chúng tôi cho rằng định giá năm 2024 của DBC sẽ có đạt được mức định giá hấp dẫn hơn so với mức giá 39,916VNĐ/cp.

Khuyến nghị đầu tư

Với những luận điểm đã phân tích ở trên, FIDT cho rằng DBC là một cơ hội đầu tư phù hợp cho cả hai phương án đầu tư ngắn và dài hạn, cụ thể:

- **Trong ngắn hạn**, động lực tăng trưởng của DBC tới từ mảng kinh doanh thức ăn và chăn nuôi lợn thịt, khi giá heo hơi vẫn đang duy trì mức cao và triển vọng tốt cho KQKD Quý 2/2024. **Vùng giá mua DBC phù hợp cho vị thế ngắn hạn là dưới 29,000 VNĐ/cp.**
- **Trong dài hạn**, với việc mở rộng được thị phần mảng chăn nuôi, đưa vào hoạt động nhà máy ép dầu cũng như triển vọng lớn về vaccine dịch tả lợn châu Phi, chúng tôi cho rằng DBC có thể tăng trưởng một cách bùng nổ. **Vùng giá mua DBC phù hợp cho vị thế dài hạn là dưới 26,500 VNĐ/cp.**

4. RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro dịch tả heo châu Phi: Dịch bệnh có thể khiến người dân hạn chế duy trì đàn heo và giảm bớt nhu cầu thức ăn chăn nuôi. Bên cạnh đó, dịch bệnh cũng gây ra sự lo ngại của người tiêu dùng, trực tiếp ảnh hưởng đầu ra của DBC.

Rủi ro heo nhập lậu: Nhiều năm trở lại, Việt Nam là nước có giá heo hơi cao thứ 2 thế giới, chỉ sau Philippines và thấp hơn so với các nước như Trung Quốc, Thái Lan, Campuchia. Khoảng chênh lệch tương đối lớn về giá heo giữa Việt Nam và các nước láng giềng làm tăng nguy cơ đẩy heo lậu giá rẻ vào thị trường, giảm tính cạnh tranh của đàn heo DBC. Vấn đề này đang được Nhà nước quản lý ngày càng chặt chẽ, nhưng không thể ngăn ngừa được hoàn toàn trong thời gian ngắn sắp tới.

Rủi ro phục hồi tiêu dùng chậm: Vấn đề này gây ảnh hưởng trực tiếp tới nhu cầu tiêu thụ thịt heo. Trong bối cảnh nền kinh tế đang khá bấp bênh, đây là yếu tố quan trọng bậc nhất ảnh hưởng đến sự phục hồi của doanh nghiệp.

Rủi ro chậm tiến độ thương mại hóa vaccine: Quy trình thương mại hóa vaccine phức tạp, cần thời gian dài cũng như nỗ lực lớn từ phía doanh nghiệp và các bên liên quan. Đã nhiều lần DBC lỡ hẹn với kế hoạch vaccine vậy nên nhà đầu tư cần quan sát và dự trù cho trường hợp vaccine chưa được thương mại vào Q3/2024.

PHÒNG NGHIÊN CỨU VÀ PHÂN TÍCH FIDT

Đoàn Minh Tuấn – Trưởng phòng

Email: tuan.doan@fidt.vn

Số điện thoại: 093.385.7333

Phạm Hoàng Quang Kiệt – Phó phòng

Email: kiet.pham@fidt.vn

Facebook: <https://www.facebook.com/hoangquangkiet>

Số điện thoại: 096.143.4058

Tạ Đoàn Long – Chuyên viên phân tích

Email: long.ta@fidt.vn

Facebook: <https://www.facebook.com/tlong5112/>

Mai Nữ Song Ngân – Chuyên viên phân tích

Số điện thoại: 078.428.2253

Nguyễn Kim Dũng – Chuyên viên phân tích

Số điện thoại: 038.991.3349

Võ Thanh Duy – Chuyên viên phân tích

Số điện thoại: 091.285.7076

Hà Kim Thành – Chuyên viên phân tích

Email: thanh.ha@fidt.vn

Nguyễn Vũ Trường Giang – Chuyên viên phân tích

Email: giang.nguyen@fidt.vn

LƯU Ý NHÀ ĐẦU TƯ

Quý khách nên đọc kỹ các rủi ro mà chúng tôi có dự phòng và đề cập trong báo cáo cũng như nhận diện về rủi ro thị trường để có lựa chọn đầu tư hiệu quả.

Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này phản ánh đánh giá của FIDT tại thời điểm phát hành và có thể thay đổi theo tình hình doanh nghiệp và thị trường từng thời kỳ.

Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt của nhà đầu tư.

Báo cáo này là tài sản và được giữ bản quyền bởi FIDT.

Không được phép sao chép, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo vì bất kỳ mục đích gì nếu không có văn bản chấp thuận của FIDT.

Vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Chúng tôi xin chân thành cảm ơn quý khách hàng!

