

CÔNG TY CỔ PHẦN DABACO VIỆT NAM

DOANH THU TIẾP TỤC TĂNG TRƯỞNG MẠNH

DBC duy trì mức doanh thu cao trong 4Q11: DBC đã ghi nhận 1,203.3 tỷ đồng doanh thu trong 4Q2011 (+73.8% yoy). Tuy nhiên, giá vốn hàng bán cũng tăng 76%, gây tác động đến tỷ suất lợi nhuận gộp (giảm từ 10.6% xuống 9.5% yoy). Ngoài ra, công ty được giảm thêm 30% thuế thu nhập doanh nghiệp, do vậy lợi nhuận sau thuế (LNST) tăng đáng kể, đạt 56.6 tỷ đồng (+88.3% yoy).

Lợi nhuận tốt trong năm 2011: Kết thúc năm, doanh thu và LNST đều vượt kế hoạch đầu năm. Doanh thu năm đạt 3,917.9 tỷ đồng (+55.6% yoy), vượt qua kế hoạch ban đầu của công ty (+4.3%) lần dự phóng của chúng tôi (+8.9%). LNST đạt 220.4 tỷ đồng (24.1% yoy), hoàn thành kế hoạch cả năm. Dự phóng LNST của chúng tôi thấp hơn 8.6% do không dự toán việc giảm 30% thuế TNDN (chỉ mới được duyệt trong Quý 4/11). Phần lớn lợi nhuận năm nay được tạo ra từ hoạt động kinh doanh chính khi không có khoản đóng góp lớn bất thường nào từ hoạt động kinh doanh bất động sản.

Triển vọng năm 2012: Chúng tôi kỳ vọng ngành thức ăn chăn nuôi tiếp tục tăng trưởng ổn định trong trung hạn. Riêng năm 2012, do sự tăng giá của các sản phẩm thịt (gia cầm, thịt heo) thời gian qua có thể sẽ là động lực để nông dân đẩy mạnh hoạt động chăn nuôi, gián tiếp khiến lượng tiêu thụ thức ăn sẽ tăng trưởng tốt hơn, đồng thời có thể có sự cải thiện nhẹ về giá. Khả năng sản xuất của DBC được tăng cường nhờ Nhà máy Nuteco Hoàn Sơn (công suất 120,000 tấn/năm, đi vào vận hành thử từ cuối quý I/2011). Chúng tôi chỉ kỳ vọng vào đóng góp nhỏ từ phân khúc bất động sản trong năm nay.

Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2012 ở mức VND4,304 tỷ (+9.9% yoy); lợi nhuận trước thuế ước đạt khoảng 236.6 tỷ đồng, không thay đổi nhiều so với năm 2011 nhưng lợi nhuận sau thuế ước giảm 14.1%, chỉ đạt 189.3 tỷ đồng do DBC không còn miễn giảm thuế. Hơn nữa, 50% tổng giá trị trái phiếu chuyển đổi của DBC (50% của 254.5 tỷ đồng) sẽ được chuyển đổi vào tháng 2/2012 với mức giá chuyển đổi 14,000 đồng/cổ phiếu, đưa khối lượng cổ phiếu đang lưu hành từ 43.6 triệu lên 52.7 triệu. Do đó, thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS-2012) dự phóng sẽ giảm từ 5,054 đồng xuống 3,593 đồng (hoặc 3,064 đồng trong trường hợp pha loãng 100%).

SBS khuyến nghị **THU LỢI NHUẬN** với giá mục tiêu 12 tháng là 17,400 đồng/cổ phiếu (chưa tính tỷ suất cổ tức), tăng 4.8% so với dự phóng trước đây của chúng tôi. Giá của cổ phiếu DBC đã tăng 25.8% kể từ lần cập nhật trước của chúng tôi, đó là lý do tại sao chúng tôi thấy đổi khuyến nghị từ MUA sang THU LỢI NHUẬN.

Thông tin tài chính	VND/Triệu				
	2008	2009	2010	2011	2012E
Doanh thu	1,439,166	1,714,530	2,517,777	3,917,986	4,303,942
LN sau thuế	54,154	81,668	176,300	220,430	189,343
Tỷ lệ tăng trưởng	129.8%	50.8%	115.9%	25.0%	-14.1%
EPS (VND)	3,071	3,209	6,928	5,054	3,593
BV (VND)	16,731	23,802	30,005	28,230	26,547
DPS (VND)	1,500	1,500	1,500	2,000	2,000
Tỷ suất cổ tức	12.6%	5.8%	7.4%	12.4%	12.4%
ROA	6.7%	5.9%	8.2%	6.9%	6.0%
ROE	18.4%	13.5%	23.1%	17.9%	13.5%
P/E (x)	3.88	8.01	2.92	3.19	4.48
P/BV (x)	0.71	1.08	0.67	0.57	0.61

Nguồn: DBC, SBS dự phóng

GIỮ LỢI NHUẬN

Giá hiện hành	16,100
Giá mục tiêu	17,400
Giá trước đây	(pha loãng) 16,600

Thông tin cổ phiếu

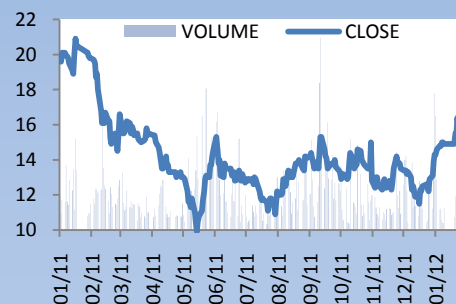
Bloomberg Ticker	DBC VN
Số lượng CP đang lưu hành (triệu)	43.6
Vốn hoá thị trường (VND tỷ)	702.1
Giá cao – thấp nhất 52 tuần	10.7-19.8
Khối lượng trung bình 3 tháng	174,066
Beta	1.1
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài(%)	21.7
Nguồn: SBS	

Cổ đông lớn

SCIC	13.76%
Nguyen Nhu So	12.74%
Red River Holding	11.55%
SSI (SSIAM)	6.28%

Biến động cổ phiếu (%)

Tháng	(%)	Giá trị (VND)
1 tháng	3.6	29%
3 tháng	2.1	15%
6 tháng	4.5	39%
12 tháng	(3.8)	-19%



Lê Trung Hiếu

hieu.lt@sbsc.com.vn

Lương Thị Thảo, CFA

thao.lt@sbsc.com.vn

Quý 4 – Sự tăng trưởng không ngừng

Doanh thu DBC tiếp tục tăng mạnh trong quý 4/11, đạt 1,203.3 tỷ đồng (+73.8% yoy), chủ yếu là do tăng trưởng sản lượng tiêu thụ thức ăn gia súc (+43% yoy). Doanh thu từ thức ăn gia súc đạt 855.1 tỷ đồng (tăng 64.3% yoy), trong khi các phân khúc khác đạt 387.1 tỷ đồng (+100.5% yoy). Tuy nhiên, giá vốn hàng bán tăng 76%, khiến lợi nhuận gộp tăng trưởng chậm lại và đạt 114.9 tỷ đồng (+56.4% yoy), từ đó tỷ suất lợi nhuận gộp trên doanh thu cũng giảm nhẹ từ 10.6% xuống 9.5% yoy. Doanh thu hoạt động tài chính tăng gấp 10 lần so với năm 2010 (19.7 tỷ đồng so với 1.9 tỷ đồng), tuy nhiên tổng các khoản chi phí tài chính (+85.7% yoy), chi phí bán hàng (+73.2% yoy), và chi phí quản lý doanh nghiệp (+126.1% yoy) còn lớn hơn phần doanh thu tài chính này. Tỷ trọng chi phí bán hàng/doanh thu vẫn duy trì ổn định tại mức 1.7%, trong khi tỷ trọng chi phí quản lý/doanh thu lại tăng nhẹ từ 2% lên 2.8%. Trong năm 2011, Công ty được giảm thêm 30% thuế thu nhập doanh nghiệp ngoài ưu đãi thuế hiện hành (theo Nghị định 101/2011/NĐ-CP ngày 4/11/2011 về giảm thuế TNDN 2011 cho doanh nghiệp vừa và nhỏ; doanh nghiệp trong lĩnh vực nông, lâm nghiệp...), do vậy công ty được được hoàn lại 5.2 tỷ đồng thuế trong quý 4. Hơn nữa, lợi nhuận khác cũng tăng đáng kể, từ 2.9 tỷ đồng tăng lên 8.1 tỷ đồng (+182% yoy), do vậy đã đẩy LNST lên 56.6 tỷ đồng (+88.3% yoy).

VND/Tỷ	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	2011
Doanh thu thuần	464.1	90.6	671.0	692.2	684.9	856.6	1,173.1	1,203.3	3,918.0
Lợi nhuận gộp	40.3	149.0	91.8	73.5	56.4	91.9	186.2	114.9	449.3
GPM	8.7%	21.6%	13.7%	10.6%	8.2%	10.7%	15.9%	9.5%	11.5%
Lãi/lỗ từ hoạt động tài chính	(9.5)	(14.7)	(14.6)	(16.9)	(19.0)	(27.4)	(9.6)	(15.3)	(56.0)
Lợi nhuận trước thuế	7.8	108.9	53.8	33.1	13.6	33.8	136.0	54.4	237.8
Lợi nhuận sau thuế	7.0	97.3	43.2	30.1	12.4	31.2	120.2	56.6	220.4
Biên lợi nhuận gộp	1.5%	14.1%	6.4%	4.3%	1.8%	3.6%	10.2%	4.7%	5.6%

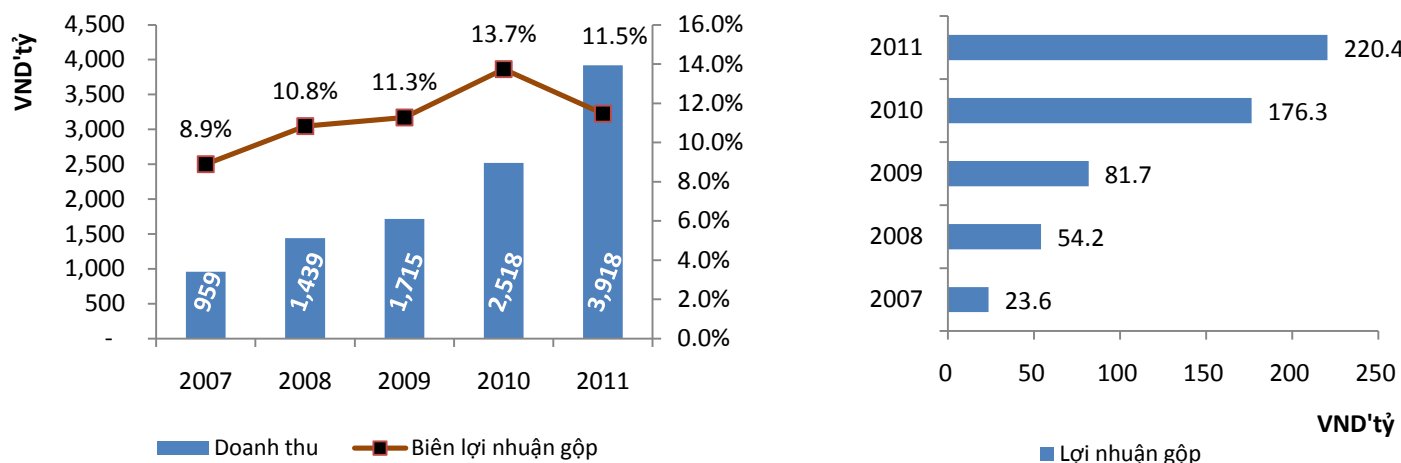
Nguồn: DBC, SBS

Kết quả kinh doanh cuối năm đạt kỳ vọng

Kết thúc năm 2011 cả doanh thu và lợi nhuận sau thuế đều nhỉnh hơn kế hoạch ban đầu. Doanh thu tăng mạnh, đạt 3,917.9 tỷ đồng (+55.6% yoy), vượt 4.3% so với kế hoạch ban đầu và 8.9% so với dự phóng của chúng tôi. Nguyên nhân chính cho sự chênh lệch này là do chúng tôi khá thận trọng với dự phóng doanh thu thức ăn gia súc, thấp hơn 208.3 tỷ đồng tức 7.8% so với số liệu thực tế. Dự phóng doanh thu của chúng tôi cho các khoản mục khác khá sát với con số thực tế. DBC đạt mức LNST 220.4 tỷ đồng (24.1% yoy), vượt 8.6% so với kỳ vọng của chúng tôi chủ yếu do việc giảm 30% thuế TNDN trong Quý 4.

Lợi nhuận ổn định: Hầu hết lợi nhuận trong năm nay có được từ hoạt động kinh doanh chính khi danh mục bất động sản chỉ đóng góp 4 tỷ đồng (so sánh với khoảng 90 tỷ đồng trong năm 2010). Rõ ràng, chỉ với hoạt động kinh doanh chính thì lợi nhuận thu được sẽ ổn định hơn nhiều. Tuy nhiên, cũng không thể phủ nhận tiềm năng của phân khúc bất động sản trong năm sau, đặc biệt là với 2 dự án hiện thời của công ty là Quế Võ 3 và Đền Đô.

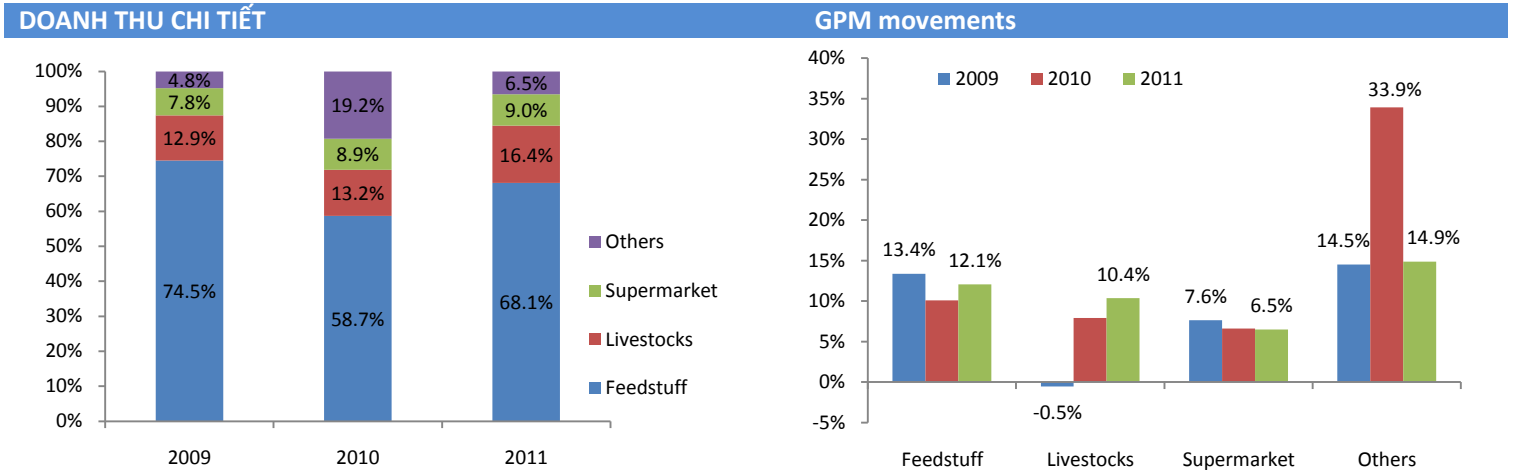
TỔNG DOANH THU VÀ LỢI NHUẬN



Nguồn: DBC, SBS

Đóng góp lớn vào sự tăng trưởng của doanh thu trong năm qua là sự tăng trưởng đột phá của mảng thức ăn chăn nuôi. Doanh thu thức ăn chăn nuôi đã tăng từ 1,531 tỷ đồng lên 2,797 tỷ đồng (+80.6% yoy), tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này cũng tăng từ 10.1% lên 12.1%. Doanh thu bán hàng từ các sản phẩm thịt (gia cầm, thịt heo,...) và giống nuôi cũng tăng 93.5% yoy từ 332.3 tỷ đồng tăng lên 643.1 tỷ đồng; tỷ suất lợi nhuận gộp của nhóm này cũng tăng từ 8% lên 10.4%. Doanh thu từ siêu thị tăng 57.5% yoy và đạt 352.2 tỷ đồng trong năm 2011, nhưng tỷ suất lợi nhuận gộp vẫn dậm chân ở mức 6.5%. Nhìn chung, tỷ trọng doanh thu từ các hoạt động khác khá ổn định khi loại trừ các khoản lợi nhuận bất thường đem về từ phân khúc bất động sản trong năm 2010.

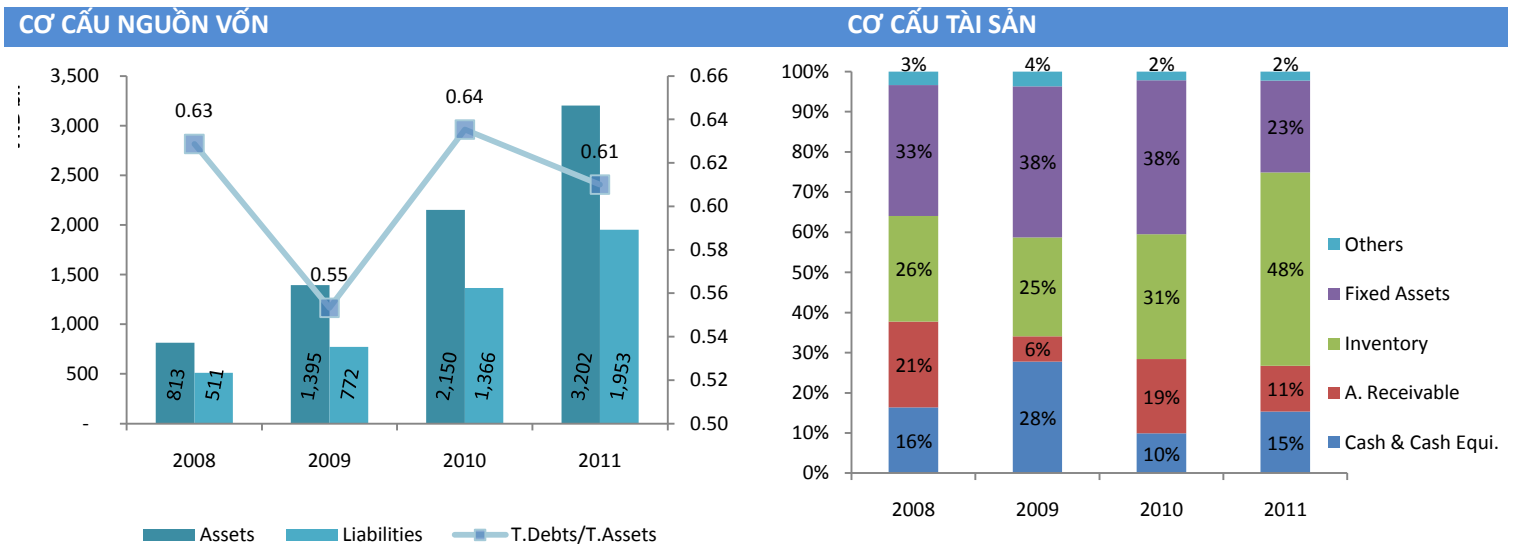
Chi phí bán hàng và chi phí quản lý dường như đã tăng đáng kể, nhưng tỷ trọng trên doanh thu vẫn 1.7% và 2.4%, tương đối sát với mức 1.8% và 2.1% của năm trước.



Nguồn: DBC's unaudited FS, SBS

Nợ phải trả tăng đột biến: Nợ ngắn hạn trong quý 4/2011 tăng từ 678 tỷ đồng lên gần 1,043 tỷ đồng (+80% YoY), và các khoản nợ dài hạn đến hạn phải trả tăng khoảng 36%. Công ty đã sử dụng các khoản nợ vay để tài trợ cho các dự án và hàng tồn kho chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tài sản; tuy nhiên, với các khoản nợ lớn như trên công ty sẽ phải gánh thêm các khoản chi phí lãi vay cao hơn, đặc biệt là khi DBC đã sử dụng tiền và các khoản tương đương tiền là 490 tỷ đồng. Công ty có thể đã tiết kiệm được các khoản tiền cho hoạt động bồi thường dự án Khu công nghiệp Quế Võ 3.

Hàng tồn kho chạm đến mức cao: Hiện tại giá trị hàng tồn kho đã đạt đến mức cao 1,542.1 tỷ đồng (+131.1% yoy). Chi phí nguyên liệu tăng từ 253 tỷ đồng lên 403.3 tỷ đồng (+59.4% yoy), đã tác động lớn đến giá thành sản phẩm của công ty, nếu giá nguyên liệu giảm trong thời gian tới thì DBC sẽ không thể được hưởng lợi ngay từ điều này trước khi giải phóng hết lượng nguyên liệu tồn kho giá cao. Chi phí xây dựng dở dang cũng có sự gia tăng đáng kể (+164.1% YoY, từ 377 tỷ đồng tăng lên 995.8 tỷ đồng), chủ yếu do phát sinh từ dự án KCN Quế Võ 3.



Nguồn: DBC, SBS

Triển vọng năm 2012: Thức ăn chăn nuôi là một sản phẩm thiết yếu vì Việt Nam vẫn là một nước nông nghiệp; do vậy chúng tôi kỳ vọng ngành này có thể tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định trong trung hạn. Riêng năm 2012, do sự tăng giá của các sản phẩm thịt (gia cầm, thịt heo) thời gian qua có thể sẽ là động lực để nông dân đẩy mạnh hoạt động chăn nuôi, gián tiếp khiến lượng tiêu thụ thức ăn sẽ tăng trưởng tốt hơn, đồng thời có thể có sự cải thiện nhẹ về giá. Khả năng sản xuất của DBC được tăng cường nhờ Nhà máy Nuteco Hoàn Sơn (công suất 120,000 tấn/năm, đi vào vận hành thử từ cuối quý I/2011). Tuy nhiên, chúng tôi không quá kỳ vọng vào sự tăng trưởng đột biến của mảng này trong năm 2012, sau khi đã có mức tăng trưởng nhảy vọt về doanh thu (+80.6% yoy) trong năm 2011. Chúng tôi dự phóng doanh thu khoảng 2,913 tỷ đồng (+9.2% yoy) đối với phân khúc thức ăn gia súc, theo đó tổng doanh thu năm nay sẽ vào khoảng 4,303.9 tỷ đồng (+9.9% yoy). Chúng tôi chỉ kỳ vọng đóng góp nhỏ từ phân khúc bất động sản trong năm 2012, do DBC chưa thể bán dự án Khu đô thị Đền Đô khi thị trường bất động sản bị đóng băng. Dự án Khu công nghiệp Quế Võ 3 có thể sẽ không đem lại lợi nhuận nhiều trong năm nay khi Công ty vẫn đang trong giai đoạn thương lượng về các điều khoản thuê với khách hàng.

Chúng tôi dự phóng lợi nhuận trước thuế khoảng 236.6 tỷ đồng (không thay đổi nhiều so với 237.7 tỷ đồng của năm 2011), tuy nhiên lợi nhuận sau thuế sẽ giảm xuống còn 189.3 tỷ đồng (-14.1% yoy) khi không còn lợi thế về thuế (thuế TNDN hiện nay là 20% so với năm 2011 là 7.3%). Hơn nữa, DBC sẽ chuyển đổi 50% tổng giá trị số cổ phiếu chuyển đổi (50% của 254.5 tỷ đồng) vào ngày 14/2/2012 với mức giá 14,000 đồng/cổ phiếu, đưa khối lượng cổ phiếu đang lưu hành từ 43.6 triệu lên 52.7 triệu. Do vậy, EPS2012 dự phóng sẽ giảm xuống 3,593 đồng (hoặc 3,064 đồng trong trường hợp bị pha loãng 100%).

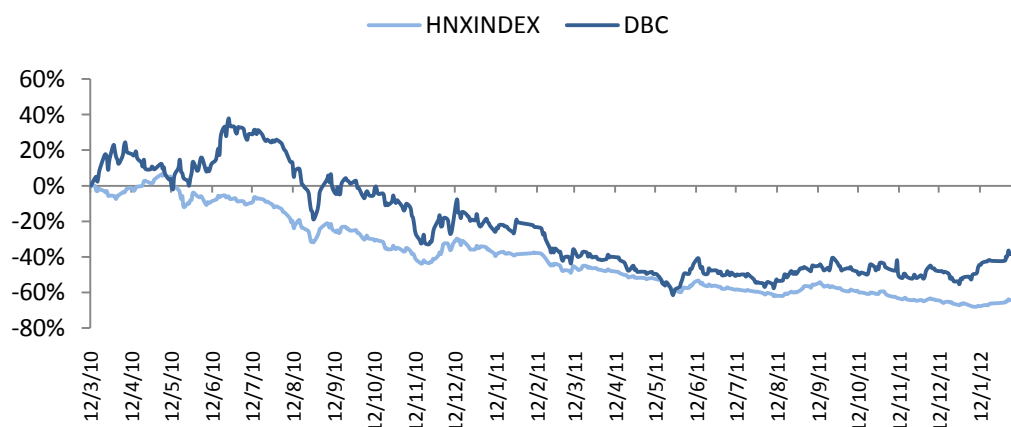
Định giá Chúng tôi kết hợp mô hình định giá FCFF (70% tỷ trọng), P/E (15%, P/E~5x), và P/BV (15%) để xác định giá trị hợp lý của DBC, và **17,400 đồng/cổ phiếu** là mức giá mục tiêu 12 tháng. Nếu tính cả tỷ suất cổ tức phát sinh kể từ sau khi chúng tôi ra báo cáo cập nhật quý III/2011 (DBC chia cổ tức 20% bằng tiền mặt, ngày giao dịch không hưởng quyền là ngày 16/12/2011) thì giá mục tiêu 12 tháng sẽ tương đương **19,700 đồng/cổ phiếu**. Mức giá này cao hơn 4.8% so với mức giá 18,800 đồng /cổ phiếu (tương đương 16,600 đồng/CP sau khi nhận cổ tức) được chúng tôi đưa ra trong báo cáo cập nhật quý III/2011.

Rủi ro Sự cạnh tranh ngày càng trở nên gay gắt bởi sự xâm nhập của các công ty nước ngoài vào ngành công nghiệp chế biến thức ăn chăn nuôi (như Nhật, Thái Lan, và Trung Quốc). Đa dạng hóa kinh doanh sang lĩnh vực Bất động sản có nguy cơ đem lại tính thanh khoản thấp, nguồn vốn đầu tư vào lĩnh vực này khá lớn trong khi đó việc phải sử dụng nợ vay để tài trợ cho hoạt động kinh doanh chính sẽ phát sinh gánh nặng cho chi phí lãi vay, do vậy đã tạo thêm áp lực lên chi phí tài chính. Cổ đông lớn nhất của công ty hiện nay là **SCIC**, hiện đang nắm giữ tỷ lệ 13.7% sẽ thoái vốn hoàn toàn vào năm 2012, trong thời gian đó 50% trái phiếu chuyển đổi cũng sẽ được chuyển thành vốn chủ sở hữu.

Khuyến nghị Chúng tôi khuyến nghị **THU LỢI NHUẬN** với mức giá mục tiêu 12 tháng là 17,400 đồng/cổ phiếu (chưa tính tỷ suất cổ tức). Nhà đầu tư có thể xem xét để tích lũy DBC tại mức giá thấp hơn.

DIỄN BIẾN GIAO DỊCH CỔ PHIẾU DBC

Biến động cổ phiếu DBC và HNXIndex



Biến động DBC khá sát với biến động chỉ số HNX. Từ tháng 3/2010, cổ phiếu DBC đã giảm 37.6%, trong khi HNX giảm 63.3%.

Nguồn: Bloomberg, SBS

Khuyến cáo

Báo cáo đã phát hành

Tên báo cáo	Ngày phát hành	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Giá thị trường ngày phát hành
Báo cáo cập nhật	18/10/2011	MUA	16,600	12,800
Báo cáo cập nhật	08/02/2012	THU LỢI NHUẬN	17,400	16,100

Hệ thống khuyến nghị đầu tư của Sacombank-SBS

- Mua:** Giá cổ phiếu có thể tăng 15% trong vòng 12 tháng tới
- Mua ngắn hạn:** Giá cổ phiếu có thể tăng 15% trong vòng 3 tháng tới, tuy nhiên triển vọng dài hạn vẫn không chắc chắn.
- Trung Lập:** Giá cổ phiếu có thể dao động trong mức +/- 15% trong 12 tháng tới
- Hiện thực hóa lợi nhuận:** Đã đạt giá mục tiêu, tìm kiếm cơ hội mua ở mức giá thấp hơn mức hiện tại.
- Bán:** Giá cổ phiếu có thể giảm sâu hơn 15% trong vòng 12 tháng tới
- Không Xếp hạng (NR):** Cổ phiếu không nằm trong phạm vi theo dõi

Khuyến cáo

Chúng tôi chỉ sử dụng trong báo cáo này những thông tin và quan điểm được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên chúng tôi không bảo đảm tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin trên. Những quan điểm cá nhân trong báo cáo này đã được cân nhắc cẩn thận dựa trên những nguồn thông tin chúng tôi cho là tốt nhất và hợp lý nhất trong thời điểm viết báo cáo. Tuy nhiên những quan điểm trên có thể thay đổi bất cứ lúc nào, do đó chúng tôi không chịu trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư. Tài liệu này sẽ không được coi là một hình thức chào bán hoặc lôi kéo khách hàng đầu tư vào bất kì cổ phiếu nào. Công ty SBS cũng như các công ty con và toàn thể cán bộ công nhân viên hoàn toàn có thể tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư đối với cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này. SBS sẽ không chịu trách nhiệm với bất kì thông tin nào không nằm trong phạm vi báo cáo này. Nhà đầu tư phải cân nhắc kĩ lưỡng việc sử dụng thông tin cũng như các dự báo tài chính trong tài liệu trên, và SBS hoàn toàn không chịu trách nhiệm với bất kì khoản lỗ trực tiếp hoặc gián tiếp nào do sử dụng những thông tin đó. Tài liệu này chỉ nhằm mục đích lưu hành trong phạm vi hẹp và sẽ không được công bố rộng rãi trên các phương tiện truyền thông, nghiêm cấm bất kì sự sao chép và phân phối lại đối với tài liệu này.

Công ty cổ phần chứng khoán Sài Gòn Thương Tín (Hội sở)

278 Nam Kỳ Khởi Nghĩa, Quận 3 TP HCM Việt Nam
Tel: +84 (8) 6268 6868 Fax: +84 (8) 6255 5957 www.sbsec.com.vn

Singapore (DMG)

DMG & Partners
Securities Pte. Ltd.
10 Collyer Quay
#09-08 Ocean Financial Centre
Singapore 049315
Tel : + (65) 6533 1818
Fax : + (65) 6532 6211

Chi nhánh Sài Gòn

63B Đường Calmette Phường Nguyễn Thái
Bình Ward, Quận 1, TP HCM Việt Nam
Tel: +84 (8) 3821 4888
Fax: +84 (8) 3821 3015

Cambodia

Sacombank Securities (Cambodia) PLC
56 Preah Norodom Blvd
Sangkat CheyChumneas, Khan Daun Penh,
Cambodia
Tel: +855 23 999 890
Fax: +855 23 999 891

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6-7, 88 Lý Thường Kiệt Quận Hoàn
Kiếm Hà Nội Việt Nam
Tel: +84 (4) 3942 8076
Fax: +84 (8) 3942 8075
Email: hanoi@sbsec.com.vn

Laos

Lanexang Securities Public Company
5th Floor, LSX Building, Ban Phonthan
Vientiane Capital
The Lao P.D.R

