

DBC CTCP TẬP ĐOÀN DABACO
Thức ăn chăn nuôi
➔ TRUNG LẬP

Giá mục tiêu **22,300**
Giá mục tiêu cũ 22,100
Giá hiện hành 22,200

Le TrungHieu
hieu.lt@sbsc.com.vn
Ext: 8874

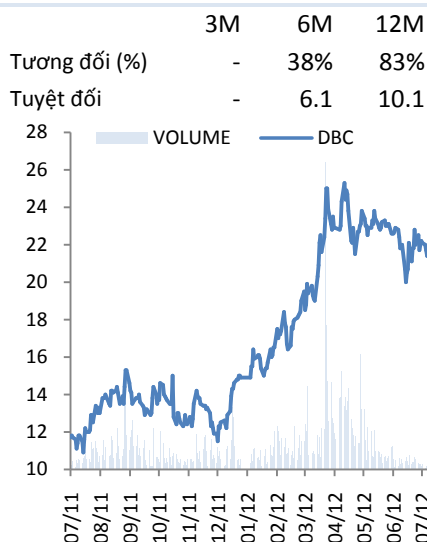
LuongThiThao, CFA
thao.lt@sbsc.com.vn
Ext: 8878

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Mã chứng khoán	DBC
SLCP đang lưu hành (triệu)	43.6
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	968.1
Giá cao/thấp 52 tuần	25.3-10.9
KLGD trung bình 3 tháng	84,216
Hệ số Beta	1.4
Sở hữu nước ngoài (%)	42.5

CỔ ĐÔNG LỚN

Nguyen Nhu So	13.0%
SCIC	12.4%
Red River Holding	10.4%
Vietnam Holding Limited	6.2%

BIẾN ĐỘNG CỔ PHIẾU

Lợi nhuận vẫn tăng trưởng tốt

Mặc dù doanh thu có phần chậm hơn

Doanh thu thuần của Công ty trong quý này có mức tăng trưởng khá khiêm tốn, chỉ đạt 900 tỷ đồng (+5,1% y-o-y), giảm 16% so với doanh thu thuần khoảng 1,075 tỷ đồng từ hoạt động kinh doanh chính trong quý khởi điểm của năm. Cũng trong quý 2/2012, giá vốn hàng bán chỉ tăng 3% y-o-y, do đó tỷ suất lợi nhuận gộp đã có một sự cải thiện đạt 12,5%. Trong nửa đầu năm, DBC đạt 2,966 tỷ đồng doanh thu (92,4% y-o-y), nếu chúng tôi không tính đến phần đóng góp của việc bán dự án Đền Đô thì con số này là 1,976 tỷ đồng (28,2% y-o-y). Lũy kế 6 tháng đầu năm 2012, tỷ suất lợi nhuận gộp và tỷ suất lợi nhuận ròng tương ứng đạt 13,7% và 8,9%.

Thu hẹp khoản lỗ tài chính và củng cố lợi nhuận. Trong quý này, DBC đã có thể thu hẹp khoản lỗ từ hoạt động tài chính về âm 19.2 tỷ đồng (trái ngược với khoản âm 27.4 tỷ đồng của năm trước). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng khoản lỗ sẽ không cải thiện được nhiều hơn nữa. Mặc dù áp lực của chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp ngày càng tăng, DBC vẫn thu được khoản lợi nhuận ròng 41.8 tỷ đồng (33,3% y-o-y).

Tiến độ thực hiện năm 2012: Trong nửa đầu năm 2012, Công ty đã hoàn thành 51% kế hoạch doanh thu cho năm nay. So với dự phóng của chúng tôi, DABACO đã hoàn thành gần 54%. Chúng tôi dự phóng doanh thu thận trọng hơn do triển vọng chưa mấy khả quan của ngành kinh doanh nông sản tại Việt Nam.

Khuyến nghị: Chúng tôi đã điều chỉnh dự phóng thu nhập tài chính và chi phí tài chính nhằm phản ánh tình hình hiện tại, làm tăng dự phóng lợi nhuận ròng +4,4%. Như vậy, mức giá mục tiêu cũng được điều chỉnh là 22,300/CP, cao hơn 4,7% so với mức giá trước đây. Giá mục tiêu của chúng tôi khá sát với mức giá hiện hành là 22,200/CP, do vậy chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu DBC. Chúng tôi tin rằng DBC sẽ duy trì quanh mức giá này đến cuối năm nay. Tại mức giá mục tiêu, DBC đang được giao dịch ở mức P/E ~ 3,42 và P/BV ~ 0,71.

Kết thúc năm tài chính 31/12	2009	2010	2011	2012 ^E	2012 ^P
Doanh thu (tỷ đồng)	1,715	2,518	3,918	5,523	5,808
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	82	176	220	316	167
% tỷ lệ tăng trưởng	50.8%	115.9%	25.0%	43.4%	
EPS (VND)	3,209	6,928	5,054	6,529	
BV (VND)	23,802	30,005	28,230	31,308	
DPS (VND)	1,500	1,500	2,000	1,500	
Tỷ suất cổ tức	5.8%	7.4%	12.4%	6.8%	
ROA	5.9%	8.2%	6.9%	9.3%	
ROE	13.4%	22.8%	17.9%	20.9%	
P/E (x)	8.01	2.92	3.19	3.40	
P/BV (x)	1.08	0.67	0.57	0.71	

Nguồn: DBC, SBS

E: dự phóng của SBS, P: kế hoạch ban đầu của DABACO

2Q12

Kết quả kinh doanh

ĐƠN VỊ TÍNH
Tỷ đồngDoanh thu
thuần

900.3

+5.1% (y-o-y)

Lợi nhuận
gộp

112.9

+23.0%

Lợi nhuận
kinh doanh

48.7

+59.3%

Lợi nhuận
trước thuế

50.4

+49.1%

Lợi nhuận
sau thuế

41.6

+33.3%

Chi phí bán hàng 21.8 +49.6%

Chi phí quản lý DN 23.1 +20.4%

Lỗ tài chính 19.2 -29.9%

Tỷ suất lợi
nhuận gộp

12.5%

Tỷ suất lợi
nhuận ròng

4.6%

**Doanh thu thấp
trong quý
2/2012**

Trong quý 2/2012, hoạt động kinh doanh thức ăn gia súc của DABACO khá tốt, với tổng sản lượng tiêu thụ tăng 31% y-o-y, theo đó tỷ trọng doanh thu của mảng này tương ứng tăng 34% y-o-y. Tuy nhiên, do giá thực phẩm chế biến nói chung giảm, nên phân khúc chế biến thực phẩm và nuôi gia công đã lỗ 17.4 tỷ đồng, trong khi cùng kỳ năm trước đạt lợi nhuận gần 14 tỷ đồng.

Trong Quý 1/2012, DBC đạt 1,075 tỷ đồng doanh thu từ hoạt động kinh doanh chính (không bao gồm hoạt động bán dự án Đền Đô), có nghĩa hoạt động kinh doanh chính trong quý thứ hai thấp hơn 16% so với quý khởi điểm của năm. So sánh số liệu hai quý đầu năm 2011, doanh thu quý 2/2011 cao hơn 25% so với quý 1/2011. Ngoài ra, phần lớn doanh thu từ bán dự án Đền Đô vẫn được ghi nhận là khoản phải thu. Tính đến cuối quý 2/2012, Công ty đã hoạch toán 1,023.2 tỷ đồng (-1.7% y-o-y) vào hạn mục các khoản phải thu.

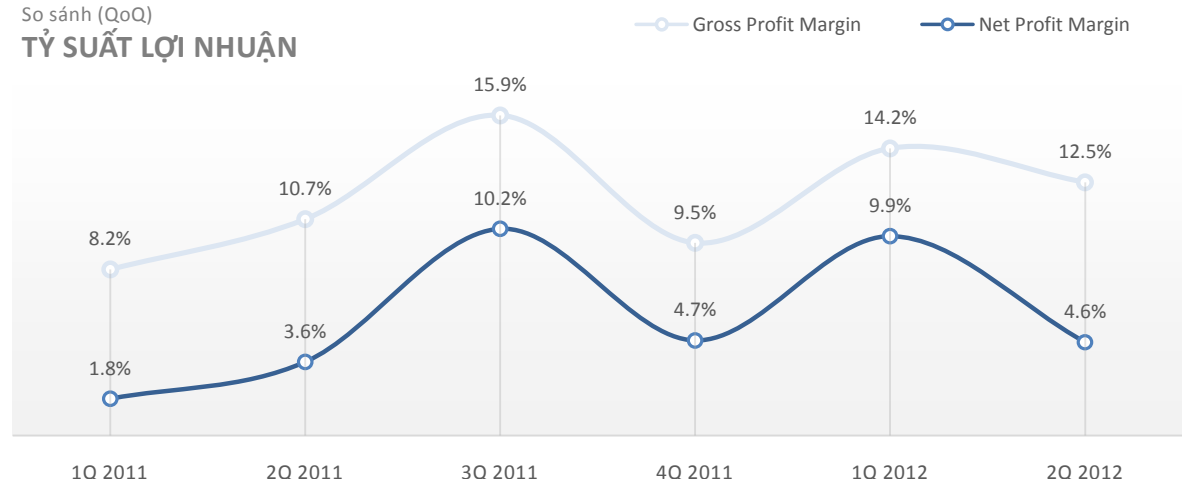
Chúng tôi dự phóng chi phí bình quân của thức ăn gia súc trong quý này đã tăng 1,5% y-o-y, so với mức tăng 2,6% y-o-y của giá bán bình quân. Nhìn chung, giá vốn hàng bán chỉ tăng 3% y-o-y, vẫn thấp hơn mức tăng 5,1% y-o-y doanh thu. Vì vậy, lợi nhuận gộp đã có sự cải thiện đạt 12,5%. Theo Agroviet, giá bán thức ăn gia súc bình quân trong 6 tháng đã tăng từ 5% đến 6% so với năm trước.

KẾT QUẢ KINH DOANH P&L

Tỷ đồng	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12
Doanh thu thuần	684.9	856.6	1,173.1	1,203.3	2,065.9	900.3
Lợi nhuận gộp	56.4	91.9	186.2	114.9	294.1	113.0
Lợi nhuận trước thuế	13.6	33.8	136.0	54.4	225.5	50.4
Lợi nhuận ròng	12.4	31.2	120.2	56.6	204.1	41.6

Nguồn: DBC, SBS

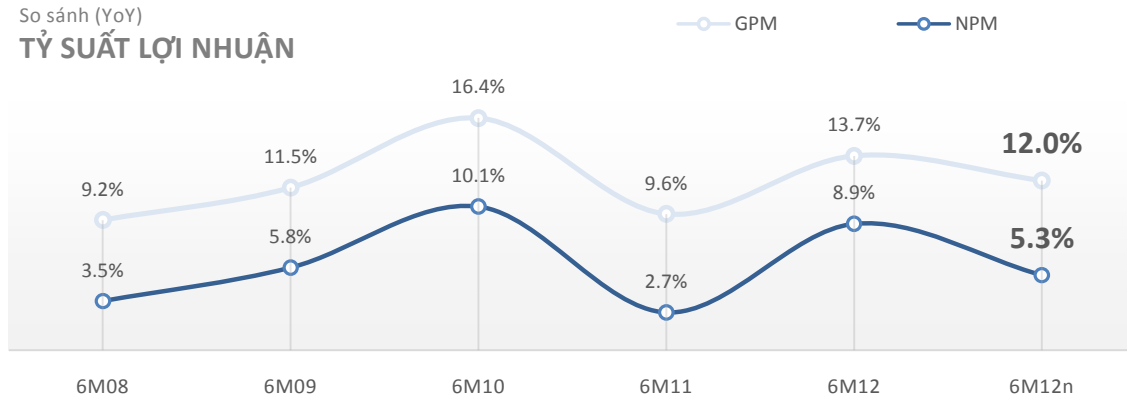
So sánh (QoQ)

TỶ SUẤT LỢI NHUẬN

Tỷ suất lợi nhuận
tốt hơn

So sánh (YoY)

TỶ SUẤT LỢI NHUẬN

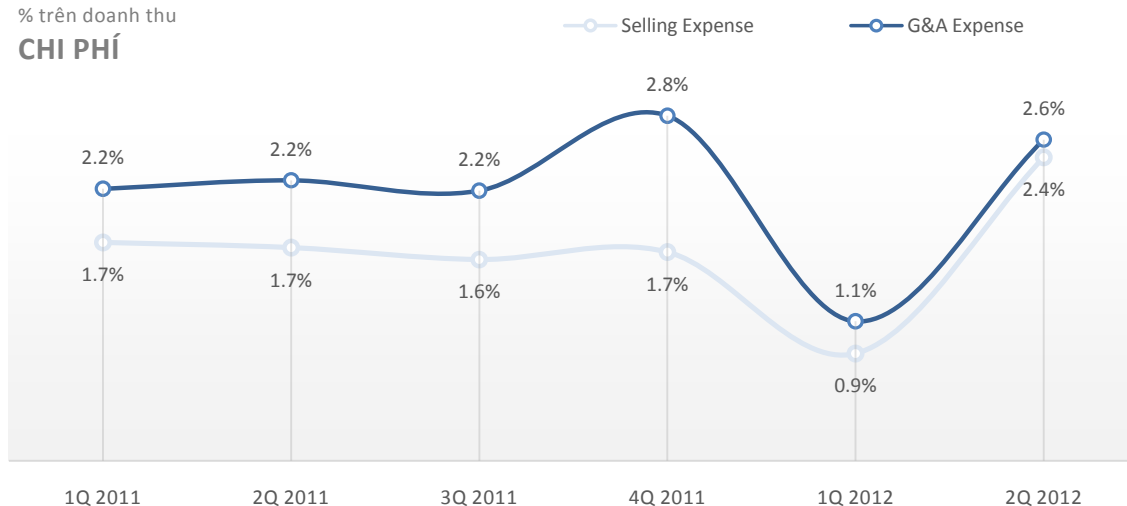


Trong nửa đầu năm, cả hai tỷ suất lợi nhuận gộp và tỷ suất lợi nhuận ròng tương ứng đạt 13,7% và 8,9%. Ngay cả khi nếu chúng tôi bỏ qua doanh thu của dự án Đền Đô, hai tỷ suất này vẫn tốt hơn nhiều so với năm trước. (12% và 5,3% trên biểu đồ).

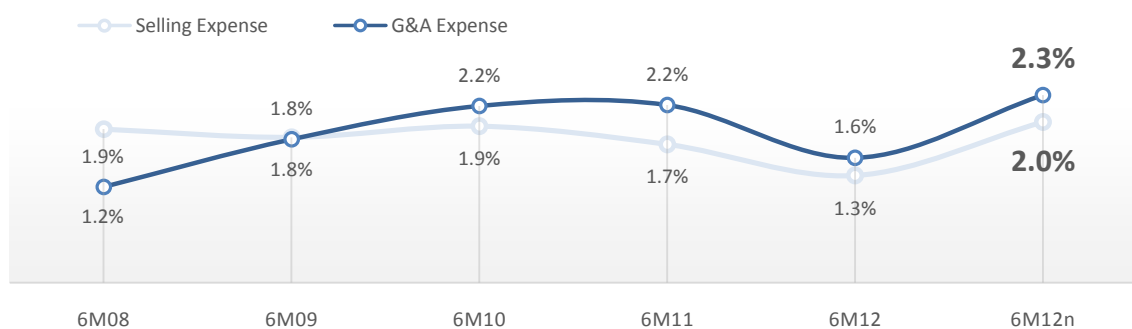
Chi phí bán hàng
và chi phí quản
lý doanh nghiệp
tăng

% trên doanh thu

CHI PHÍ



Có một số lý giải cho sự gia tăng tỷ trọng của cả hai chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp trên doanh thu: (1) tỷ lệ tăng trưởng doanh thu khá chậm như đã đề cập ở trên, (2) DBC đã gia tăng chi phí bán hàng nhằm thúc đẩy doanh thu bán hàng chậm, và (3) cuối cùng, trong tháng tư, Công ty đã thành lập công ty con nhằm thực hiện dự án đầu tư xây dựng đường Kinh Dương Vương 3 và đường Trường Chinh theo hình thức Hợp đồng xây dựng – chuyển giao (BT). Điều này có thể phát sinh thêm chi phí quản lý doanh nghiệp.

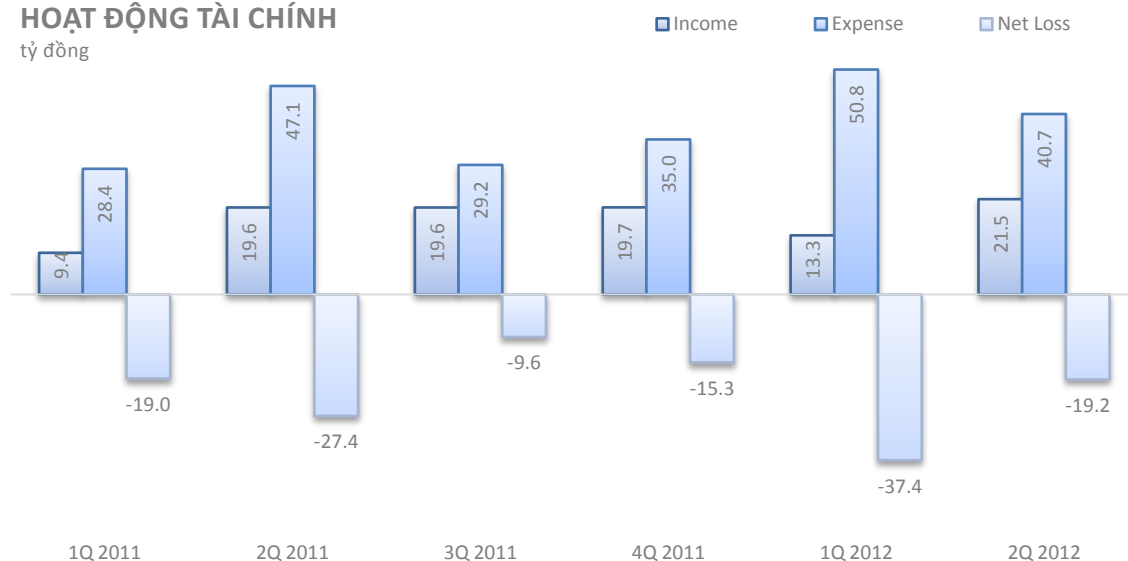


Tính nửa đầu năm nay, tỷ trọng trên doanh thu của hai khoản chi phí đã giảm mạnh. Tuy nhiên, nếu chúng tôi bình thường hóa doanh thu, tỷ trọng của chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp tương ứng sẽ là 2,3% và 2,0%.

Khoản lỗ từ hoạt động tài chính được thu hẹp

HOẠT ĐỘNG TÀI CHÍNH

tỷ đồng



So với năm trước, trong quý này DBC có khoản thu nhập tài chính cao hơn (do lãi ngân hàng cao hơn 11%, từ 14.3 tỷ đồng tăng lên 16 tỷ đồng) và chi phí tài chính thấp hơn (do lỗ chênh lệch tỷ giá và các hoạt động tài chính khác thấp hơn). Công ty đã cố gắng giảm lỗ hoạt động tài chính, nhưng chúng tôi nghĩ rằng khoản lỗ tài chính có thể tăng trở lại trong các quý còn lại. Chi phí lãi vay có thể cao hơn trong những quý còn lại do DABACO tăng của các khoản vay ngắn hạn nhằm hỗ trợ thêm vốn cho hoạt động kinh doanh. Đồng thời, DBC có thể tiếp tục rút tiền từ ngân hàng để đầu tư phát triển dự án Quế Võ III. Kết quả là, lỗ tài chính có thể gia tăng trong khoảng thời gian cuối năm.

THU NHẬP TÀI CHÍNH

tỷ đồng



Trong nửa đầu năm 2012, lãi tiền gửi đã có khoản đóng góp lớn nhất, đạt 27.1 tỷ đồng (15% y-o-y). Lãi chênh lệch tỷ giá đã thực hiện đạt 6.3 tỷ đồng (tăng 4,7 lần so với cùng kỳ năm trước). Tuy nhiên, doanh thu hoạt động tài chính khác giảm còn 1.3 tỷ đồng từ mức 4.3 tỷ đồng (-69% y-o-y).

CHI PHÍ TÀI CHÍNH

tỷ đồng



Trong 6 tháng đầu năm 2012, lỗ chênh lệch tỷ giá thực hiện chỉ đạt 0.3 tỷ đồng (-96% y-o-y), trong khi chi phí lãi vay tăng đến 88.1 tỷ đồng (+40% y-o-y). Tính đến cuối quý này, tổng nợ ngắn hạn và dài hạn đã lên đến 1,432 tỷ đồng (1.1% q-o-q hoặc 7,9% y-o-y).

KHUYẾN NGHỊ

Điều chỉnh mô hình định giá

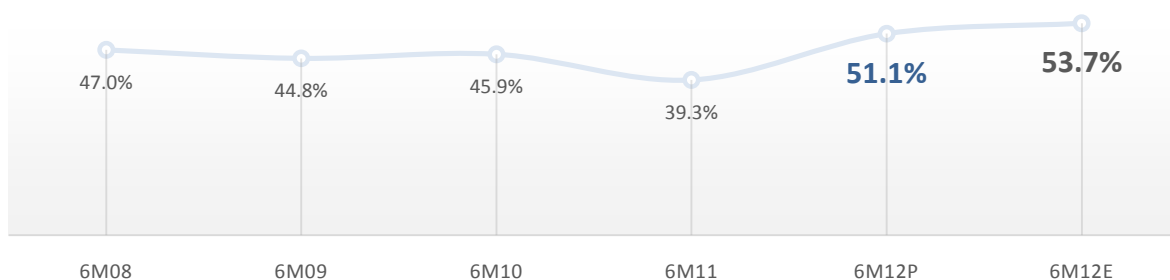
Chúng tôi đã điều chỉnh dự phóng thu nhập tài chính và chi phí tài chính nhằm phản ánh tình hình hiện tại. Chúng tôi giả định rằng Công ty sẽ chi một phần lớn tiền gửi của mình để tài trợ cho các dự án đang thực hiện. Thay vào đó, DBC đã duy trì khoản tiền gửi và tăng nợ ngắn hạn để trang trải hoạt động kinh doanh. Vì vậy, chúng tôi đã điều chỉnh tăng dự phóng cả lãi tiền gửi lẫn chi phí lãi vay, theo đó lợi nhuận ròng tăng 4,4% so với ước tính cũ.

Tiến độ thực hiện năm 2012

Dựa trên các số liệu trước đây, trung bình 6 tháng đầu năm thì DABACO sẽ hoàn thành 44% doanh thu cả năm. Tuy nhiên, 6 tháng 2012, Công ty đã hoàn thành 51% kế hoạch doanh thu. Vì vậy, chúng tôi có kỳ vọng rất cao DBC sẽ hoàn thành hoặc thậm chí vượt dự phóng doanh thu của mình. So với dự phóng của chúng tôi, DABACO đã hoàn thành gần 54% doanh thu năm 2012. Chúng tôi giả định doanh thu thận trọng hơn bởi triển vọng chưa mấy khả quan của các doanh nghiệp kinh doanh nông sản tại Việt Nam.

% /doanh thu thuần cả năm

DOANH THU THUẦN



TIẾN ĐỘ THỰC HIỆN NĂM 2012

Tỷ đồng	6M11	6M12	% yoy	2012 ^P	2012 ^E	Progress ^P	Progress ^E
Doanh thu thuần	1,541.5	2,966.3	92.4%	5,808.2	5,523.1	51.1%	53.7%
Lợi nhuận gộp	148.2	407.1	174.6%				
Tỷ suất LNG	9.6%	13.7%					
LN trước thuế	47.4	275.9	482.4%				
Lợi nhuận ròng	43.6	245.7	463.5%	167.5	316.1	146.7%	77.7%

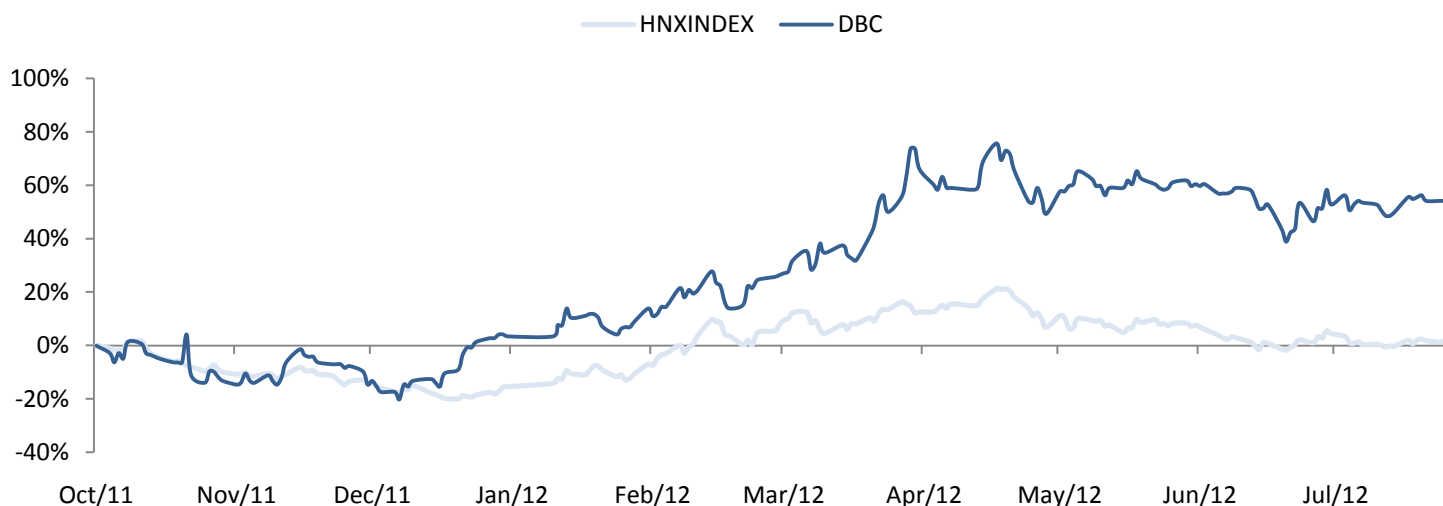
Nguồn: DBC, SBS

P: kế hoạch DABACO (2012), E: dự phóng của SBS (2012)

Duy trì khuyến nghị

Do chúng tôi điều chỉnh dự phóng lợi nhuận ròng, mức giá mục tiêu của chúng tôi cũng được thay đổi thành **22,300 đồng/CP**, cao hơn 4,7% so với mức giá trước đây. Tuy nhiên, mức giá mục tiêu này chưa được điều chỉnh cho số trái phiếu sẽ được chuyển đổi trong 2013.

Với giá mục tiêu khá sát với mức giá hiện tại 22,200 đồng/CP, chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu DBC, Chúng tôi tin rằng DBC sẽ duy trì quanh mức giá này đến cuối năm nay. Tại mức giá mục tiêu, DBC đang được giao dịch ở mức P/E ~ 3,42 và P/BV ~ 0,71.

**BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)**

	QIII-11	QIV-11	QI-12	QII-12
Tổng tài sản	2,983.2	3,201.9	3,465.8	3,565.9
Tài sản ngắn hạn	1,952.8	2,449.8	2,689.4	2,757.6
Tài sản dài hạn	1,030.3	752.1	776.4	808.2
Tài sản cố định	1,009.2	731.5	757.3	786.9
Đầu tư dài hạn	3.4	2.5	2.5	2.5
Nguồn vốn	2,983.2	3,201.9	3,465.8	3,565.9
Nợ phải trả	1,799.0	1,970.7	2,076.5	2,135.0
Nợ ngắn hạn	1,109.9	1,458.6	1,643.4	1,714.3
Nợ dài hạn	689.1	512.2	433.1	420.8
Vốn chủ sở hữu	1,184.1	1,231.1	1,389.3	1,430.8
Nguồn vốn	1,184.1	1,231.1	1,389.3	1,430.8
Vốn điều lệ	436.1	436.1	484.1	484.1
Thặng dư vốn	355.3	355.3	374.5	374.5
LN chưa phân phối	180.7	220.4	204.8	246.4

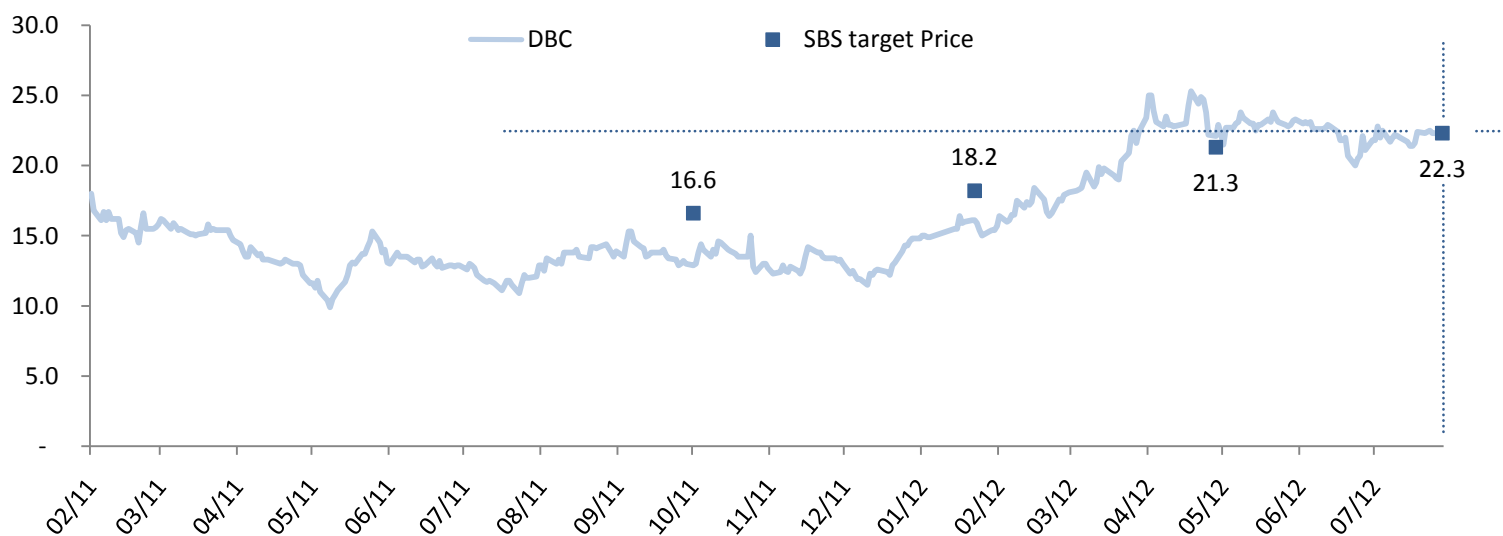
KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đồng)

	QIII-11	QIV-11	QI-12	QII-12
Tổng doanh thu	1,212.7	1,242.2	2,108.4	1,121.5
Doanh thu thuần	1,173.1	1,203.3	2,065.9	1,080.0
Giá vốn hàng bán	987.0	1,088.4	1,771.8	967.1
Lợi nhuận gộp	186.2	114.9	294.1	113.0
Lợi nhuận tài chính	19.6	19.7	13.3	21.5
Chi phí tài chính	29.2	35.0	50.8	40.7
<i>Chi phí lãi vay</i>	28.7	29.5	50.4	37.7
Chi phí bán hàng	18.9	20.1	17.7	21.9
Chi phí quản lý DN	25.3	33.2	23.0	23.1
LN thuần từ HĐKD	132.3	46.3	215.9	48.8
Lợi nhuận khác	7.4	15.1	16.0	9.4
Chi phí khác	3.8	6.9	6.4	7.8
Lợi nhuận trước thuế	136.0	54.4	225.5	50.4
Thuế TNDN	15.8	(2.2)	21.4	8.8
Lợi nhuận sau thuế	120.2	56.6	204.1	41.6
Lợi nhuận ròng	120.2	56.6	204.1	41.6

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

	QIII-11	QIV-11	QI-12	QII-12
Chỉ tiêu tăng trưởng (y-o-y)				
Doanh thu	76.2%	74.1%	198.8%	26.4%
Lợi nhuận gộp	103%	56%	421%	23%
Lợi nhuận ròng	178%	88%	1544%	33%
Chỉ tiêu hiệu quả				
Lợi nhuận gộp biên	15.9%	9.5%	14.2%	10.5%
EBIT biên	14.0%	7.0%	13.4%	8.2%
Lợi nhuận ròng biên	10.2%	4.7%	9.9%	3.8%
ROA (4Q)	7.3%	7.5%	13.3%	12.8%
ROE (4Q)	19.3%	19.7%	34.0%	32.3%
Chỉ tiêu quản lý				
Số ngày phải thu	16	15	40	77
Số ngày tồn kho	82	129	60	119
Số ngày phải trả	3	1	1	3
Hệ số thanh toán				
Thanh toán hiện hành	1.8	1.7	1.6	1.6
Thanh toán nhanh	1.0	0.6	0.9	0.9
Thanh toán tiền mặt	0.4	0.3	0.3	0.2
Cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	151.9%	160.1%	149.5%	149.2%
Tổng nợ/Tổng tài sản	60.3%	61.5%	59.9%	59.9%
Tổng tài sản/Vốn chủ sở hữu	251.9%	260.1%	249.5%	249.2%
Chỉ tiêu trên cổ phần				
PE	4.5	4.4	2.4	2.4
EPS (đồng/CP)	4962	5054	9197	9183

Tên báo cáo	Ngày phát hành	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Giá thị trường ngày phát hành
Báo cáo cập nhật Q3/2011	18/10/2011	MUA	16,600	14,800
Báo cáo cập nhật Q4/2011	08/02/2012	THU LỢI NHUẬN	18,200	16,100
Báo cáo cập nhật Q1/2012	15/05/2012	TRUNG LẬP	21,300	22,100
Báo cáo cập nhật Q2/2012	14/08/2012	TRUNG LẬP	22,300	22,200



Hệ thống khuyến nghị đầu tư của Sacombank-SBS

Mua: Giá cổ phiếu có thể tăng 15% trong vòng 12 tháng tới

Trung Lập: Giá cổ phiếu có thể dao động trong mức +/- 15% trong 12 tháng tới

Thu 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

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.sbsc.com.vn

PHÒNG PHÂN TÍCH

Tel: +84 (8) 6268 6868 (Ext: 8763)

Email: sbs.research@sbsc.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

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

Laos

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

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@sbsc.com.vn