

27/08/2012



Nguyễn An Thiên Trang
Chuyên viên
Trang.nguyenan@vcsc.com.vn
+84 8 3 914 3588 ext. 116

Thăm doanh nghiệp

Giá mục tiêu Tăng

NA
NA

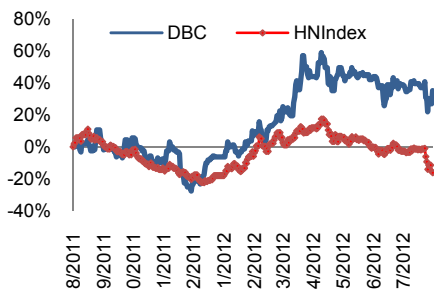
Nông nghiệp

Các chỉ số chính

Giá ngày 27/08/2012	20.400
Mức thấp nhất 52 tuần	11.500
Mức cao nhất 52 tuần	25.300
GTGD bình quân 30 ngày	101.070
SL cổ phiếu lưu hành (triệu)	48
Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	1.041
Giá trị vốn hóa (Triệu USD)	50
TL sở hữu nước ngoài	39%

Định giá	2010	2011	2012
EPS (cơ bản)	6.916	5.054	2.871
Tăng trưởng EPS	115,5%	-26,9%	-43,1%
Lợi suất cổ tức	7,5%	16%	4,1%
P/E (thị giá)	3,1	4,2	7,2
P/B (thị giá)	0,7	0,8	0,7
EV / EBITDA	4,9	4,7	NA
ROE	25,2%	22,0%	10%
ROA	9,9%	8,2%	ND
ROIC	11,8%	9,6%	ND

Diễn biến giá	3M	6M	12M
DBC	-2,7%	30,3%	35,2%
So với chỉ số	11,2%	40,4%	51,5%



Cơ cấu cổ đông

Chủ tịch HĐQT – Ông Nguyễn Như So	14,4%
SCIC	13,8%
Red River Holding.	11,5%
Vietnam Holding Ltd	6,5%
SSIAM	4,8%

Ngắn hạn khó khăn, chờ giá trị dài hạn

DBC trở thành tâm điểm chú ý khi công bố kết quả lợi nhuận quý 1 với mức tăng trưởng lợi nhuận ấn tượng 72% từ hoạt động kinh doanh cốt lõi là thức ăn chăn nuôi. Công ty cũng nhận được một phần lợi nhuận khá lớn 171 tỷ đồng trong quý 1 từ việc bán dự án bất động sản cao hơn cả mục tiêu lợi nhuận cả năm của công ty (167 tỷ đồng). Với mục đích tìm hiểu thêm, chúng tôi đã đến thăm tỉnh Bắc Ninh. Tình hình không có vẻ khả quan: chưa thu đủ tiền mặt từ việc bán dự án bất động sản và hoạt động kinh doanh cốt lõi là thức ăn chăn nuôi đang phải đối mặt với nhu cầu giảm sút. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn nhận thấy tiềm năng dài hạn do kinh doanh thức ăn chăn nuôi có lợi nhuận hấp dẫn khi thị trường còn thiếu nguồn cung. Ngoài ra, một điểm mạnh của DBC còn nằm ở quỹ đất được giao với giá vốn thấp và không sử dụng nợ chờ thời điểm được ghi nhận.

DBC (nằm ở miền bắc, công suất hàng năm 520.000 tấn), cùng với Proconco (ở miền Nam, 1,2 triệu tấn) là hai công ty nội địa sản xuất thức ăn chăn nuôi lớn nhất. Hiện tại thị trường không có đủ nguồn cung. Năm 2011, đã có 230 công ty sản xuất thức ăn chăn nuôi (công suất 11,4 triệu tấn). Thị trường dự kiến có nhu cầu 18-20 triệu tấn vào năm 2015 và 25-26 triệu tấn vào năm 2020, gấp đôi mức hiện tại. Các nhà sản xuất nước ngoài lớn như CP Pokphand (2,8 triệu tấn), Cargill (776.000 tấn), và Japfa Comfeed (520.000 tấn) hoạt động ở thị trường hấp dẫn hơn ở phía nam.

Kết quả lợi nhuận 6 tháng đầu năm từ hoạt động cốt lõi (chưa tính bất động sản) thấp hơn mục tiêu công ty đề ra. Nếu không tính một phần lợi nhuận từ chuyển nhượng bất động sản, lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh cốt lõi là thức ăn chăn nuôi trong 6 tháng đầu năm đạt 74 tỷ đồng, chỉ đạt 44% mục tiêu của công ty vốn đã thấp đáng ngạc nhiên là 167 tỷ đồng (lợi nhuận năm ngoài của công ty là 220 tỷ đồng). Chúng tôi dự báo công ty sẽ đạt lợi nhuận 6 tháng cuối năm khoảng 52 tỷ đồng, và lợi nhuận sau thuế cả năm khoảng 75% mục tiêu công ty đề ra, hay 125 tỷ đồng (chưa tính bất động sản), tương ứng P/E 7,2 lần trên EPS cơ bản là 2.871 đồng, so với của CP Pokphand là 9,3 lần, Japfa Comfeed là 16 lần (cả hai đều hoạt động tại Việt Nam).

Đã bán và ghi nhận dự án Đền Đô nhưng còn chưa thu một lượng lớn tiền mặt. Quá trình thương lượng bán dự án này bắt đầu từ năm 2011. Theo DBC, công ty sẽ bán tất cả quyền sở hữu 50% dự án cho công ty Thành Lợi, đối tác trong dự án đang sở hữu 50% còn lại. Theo hợp đồng, Thành Lợi sẽ có một năm để thanh toán toàn bộ số tiền và DBC sẽ cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất ngay khi nhận được tỷ lệ tiền mặt tương ứng. Chúng tôi được biết DBC đã nhận được một phần thanh toán và kỳ vọng phần lớn sẽ được giao vào cuối năm dù chưa rõ số tiền và thời gian chính xác.

Tổng Giám đốc kiêm Chủ tịch HĐQT: khá thận trọng về triển vọng ngành thức ăn chăn nuôi. Theo ông Nguyễn Như So, tổng sản lượng giảm đột ngột 20-50% hồi tháng bảy so với mức 30.000 tấn/tháng của tháng trước đó (công suất 70%). Sản lượng hòa vốn của DBC là khoảng 57% công suất tối đa 42.000 tấn/tháng. Sản xuất giảm mạnh do tác động trực tiếp từ sự hồi phục chậm chạp của lĩnh vực chăn nuôi do giá cả hàng hóa cao và nhu cầu suy giảm. Nếu mức độ sản xuất tiếp tục thấp, chúng tôi cho rằng DBC sẽ khó đạt được mục tiêu lợi nhuận năm nay.

Giá đầu vào tăng cao. Mỹ, Ấn Độ, Brazil và Argentina đang trải qua các đợt hạn hán nghiêm trọng làm giảm nguồn cung hàng hóa toàn cầu. Giá đậu nành và ngô tăng 38% và 21% từ đầu năm đến nay. Do DBC phải nhập khẩu đầu vào gần 100% đậu nành và khoảng 50-70% ngô (25% tổng giá vốn hàng bán) từ các thị trường này, lợi nhuận gộp dự kiến sẽ giảm. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận ròng (khoảng 3%) vẫn ổn định do DBC vừa nâng được giá bán (gần đây tăng 10%).

Quỹ đất mua lại với giá thấp, không cần vay nợ tạo giá trị cho dài hạn. Nhờ có quan hệ tốt với địa phương, DBC đã mua được quỹ đất rộng 850 hecta, trong đó có 150 hecta đã được giải tỏa mà không cần vay nợ. Vì vậy, dù thị trường bất động sản hiện vẫn trầm lắng, DBC không phải chịu áp lực phải bán lại dự án và có thể chờ đợi mức giá tốt hơn khi thị trường tan băng.

Nông dân chăn nuôi gặp khó khăn, cầu giảm. Theo Hiệp Hội Chăn nuôi Việt Nam, ước tính ngành chăn nuôi hiện lỗ tới 2.000 tỷ đồng/tháng, và con số có thể lên đến 5.000 tỷ đồng vào tháng tám và tháng chín. Do hạn hán vẫn kéo dài và giá thức ăn chăn nuôi tăng mạnh, các hộ chăn nuôi nhỏ lẻ sẽ buộc phải đóng cửa và rời khỏi ngành. Tuy nhiên, một điểm sáng cuối năm là cầu có thể tăng tốt vào mùa mua sắm trước dịp Tết Nguyên Đán.

Cập nhật tình hình kinh doanh bất động sản

Bên cạnh lĩnh vực kinh doanh chính, DBC còn sở hữu quỹ đất rộng lớn gồm khoảng 850 hecta. Theo chúng tôi được biết, công ty đã thực hiện xong công tác bồi thường cho 17% quỹ đất này (150 ha). Việc bán dự án Đền Đô (rộng 18,5 hecta) đã mang lại khoản lợi nhuận sau thuế 171 tỷ đồng, tương đương 77% lợi nhuận sau thuế của hoạt động kinh doanh chính năm ngoái (220 tỷ đồng). Trong khi đó, DBC gần như không phải lệ thuộc vào đòn bẩy để tài trợ vốn cho quỹ đất. Chúng tôi cho rằng quỹ đất sẽ giúp DBC thúc đẩy tăng trưởng ngoài lĩnh vực kinh doanh chính khi thị trường bất động sản tăng trưởng trở lại sau khi chạm đáy.

Dự án	Diện tích (ha)	TL sở hữu	Tình trạng hiện tại	Khởi công	Địa điểm	TL đất sạch
KCN Quế Võ III	521,7	100%	Giai đoạn phát triển bước đầu	2011	Quế Võ	25%
Khu đô thị và dịch vụ Quế Võ III	68,0	100%	Đất nông nghiệp	2012	Quế Võ	
Khu đô thị mới Khúc Xuyên	60,0	100%	Hợp đồng xây dựng-chuyển giao để trao đổi đất		Xã Phong Khê, xã Khúc Xuyên	
Khu đô thị và dịch vụ làng nghề Phù Khê	60,0	100%	Quá trình giải tỏa đất gặp khó khăn		Xã Hương Mạc, thị xã Từ Sơn	
Khu đô thị Dabaco - Vạn An	40,0	100%	Hợp đồng xây dựng-chuyển giao để trao đổi đất		Xã Hoà Long, phường Vạn An	
Cụm công nghiệp làng nghề và khu nhà ở kết hợp dịch vụ thương mại xã Hương Mạc	35,0	100%	Đất nông nghiệp	5/2010	Thị xã Từ Sơn	
Khu đô thị mới Gia Bình	25,0	100%	Đất nông nghiệp		Xã Nhân Thắng, huyện Gia Bình	
Khu nhà ở phía Tây thị trấn Hồ	4,8+15	100%	Đất của nhà máy thức ăn chăn nuôi	10/2009	Thị trấn Hồ, huyện Thuận Thành	
Huyện Quang	1,5	100%	Bán khu nhà ở	3/2009	Võ Cường	
Khu đô thị Đền Đô	18,5	100%	Đã bán một số phần, chưa thu hết tiền. Đất nông nghiệp.		Phường Đình Bảng, Thị xã Từ Sơn	

Tham khảo

Hình ảnh	Miêu tả
	<ul style="list-style-type: none"> • Siêu thị • Trung tâm thương mại • Vị trí: Trung tâm tỉnh Bắc Ninh, cạnh văn phòng công ty • Thương mại (2011): 9% tổng doanh thu
	<p>KCN Quế Võ III</p> <ul style="list-style-type: none"> • 598 ha • Vị trí: Cách sân bay Nội Bài 35km và Hà Nội 40km. • Tình trạng hiện tại: hoàn thành cổng và 1km đường chính
	<p>Khu đô thị Đền Đô</p> <ul style="list-style-type: none"> • 18.5 ha • Đã bán (tháng 04/2012): một số phần diện tích đất, vẫn chưa thu về toàn bộ tiền mặt • Tình trạng hiện tại: đất nông nghiệp
	<p>Nhà máy chế biến thức ăn chăn nuôi cao cấp TOPFEEDS</p> <ul style="list-style-type: none"> • Công suất: 30 tấn/giờ • Xây dựng năm 2002

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn An Thiên Trang, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
THÊM VÀO	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
GIẢM	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng Lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc Lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

Trụ sở chính

67 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM, Việt Nam
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

Quyền Giám Đốc

Vũ Thanh Tú, ext 105
tu.vu@vcsc.com.vn

Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Trưởng phòng, Tôn Minh Phương, ext 146

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Nguyễn Xuân Huy, ext 139

CV vĩ mô, Nguyễn Duy Phong, ext 120

CV PTKT, Nguyễn Thế Minh, ext 142

Chuyên viên, Vũ Hoàng Việt, ext 143

Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

Chuyên viên, Phạm Thùy Dương, ext 130

Chuyên viên, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.
+84 8 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 8 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 4 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.