

Báo Cáo Nhanh | 25/02/2017

**Chúng tôi đã tham dự hội nghị nhà đầu tư của DHG vào ngày 22-02-2017 với một số ghi nhận chính sau:**

- Lợi thế từ ưu đãi thuế:** DHG báo cáo doanh thu thuần năm 2016 đạt 3,782 tỉ đồng (+4.8% YoY) và lợi nhuận sau thuế (LNST) đạt 713 tỉ đồng (+20.3% YoY), vượt kế hoạch lần lượt 1.3% và 5%. Trong khi tăng trưởng doanh thu được thúc đẩy bởi kết quả kinh doanh ấn tượng của các nhãn hàng chính (xem Bảng 1), tốc độ tăng trưởng hai con số của LNST phần lớn nhờ vào ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN) cho các nhà máy mới tại tỉnh Hậu Giang (2015-18: 0%, 2019-27: 5%, 2028-29: 10%). Các khoản ưu đãi này đã giúp DHG tiết kiệm 108 tỉ đồng tiền thuế TNDN trong năm 2016 (năm 2015: 45 tỉ đồng); tổng số tiết kiệm thuế dự tính cho giai đoạn 2015-29 ước đạt 1,000 tỉ đồng.

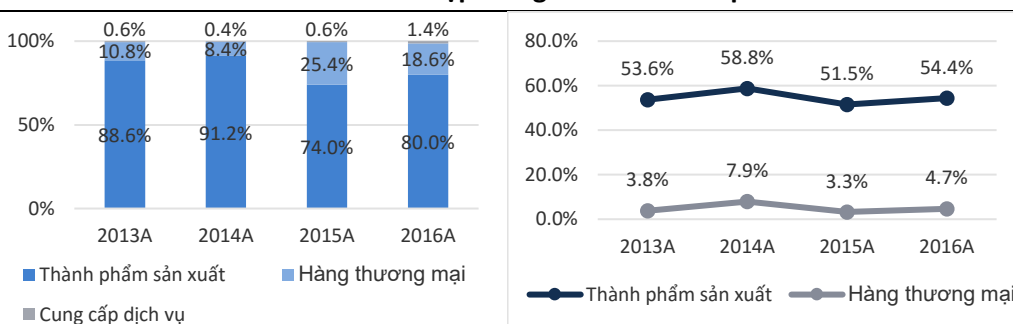
**Bảng 1: Kết quả kinh doanh của các nhãn hàng chính trong năm 2016 Đơn vị: Tỉ VNĐ**

| Nhãn hàng | Kế hoạch 2016 | Thực hiện 2016 | % so với kế hoạch | % YoY |
|-----------|---------------|----------------|-------------------|-------|
| Hapacol   | 522           | 660            | 126%              | 14.3% |
| Klimentin | 353           | 517            | 147%              | 37.6% |
| Haginat   | 122           | 143            | 117%              | 32.1% |
| Apitim    | 75            | 103            | 137.2%            | 51.4% |
| Naturenz  | 89            | 89.5           | 101%              | 114%  |

Nguồn: Công ty

- Biên LNG đạt 45.6% trong 2016 (tăng 640 điểm cơ bản (đcb) so với 2015) nhờ danh mục sản phẩm tập trung vào hàng sản xuất vốn có biên lợi nhuận (LN) cao. Theo đó, mặc dù khối lượng sản xuất chỉ tăng 4.8% YoY (từ 4,156 tỉ sản phẩm lên 4,414 tỉ sản phẩm), giá trị sản xuất vẫn tăng trưởng 23.8% YoY (từ 3,368 tỉ đồng lên 4,170 tỉ đồng). Một lý do khác giúp cải thiện biên LNG là việc phân loại lại hoa hồng bằng tiền cho các nhà phân phối từ khoản mục Giá vốn sang Chi phí bán hàng theo Thông tư 200/2014/TT-BTC.

**Hình 1: Cơ cấu doanh thu năm 2016 tập trung vào nhóm sản phẩm có biên LN cao**



Nguồn: Công ty, TVS Research

- Kế hoạch 2017:** DT thuần 4,369 tỉ đồng (+15.5% YoY) và LNST 800 tỉ đồng (+5.7% YoY). Khác biệt giữa dự báo tăng trưởng doanh thu và chi phí đến từ (1) tăng đầu tư để phát triển đội ngũ bán hàng, (2) khấu hao của các nhà máy mới và (3) tăng phân bổ cho quỹ NC&PT. DHG cũng kỳ vọng tăng giá bán ~2.5% và tăng sản lượng ~5% trong 2017.
- DHG chưa tiết lộ thêm về việc nới room cho NĐT nước ngoài cũng như người kế nhiệm vị trí CEO (nhiệm kỳ hiện tại của bà Phạm T.V. Nga, CEO của DHG từ năm 2004, sẽ kết thúc vào năm tới). Chúng tôi ước tính cổ tức 2016 tối thiểu 30%. DHG sẽ tổ chức hội nghị đầu tư tiếp theo vào T4/2017 và TVS Research sẽ cập nhật trong bản tin sau.

### KHÔNG KHUYẾN NGHỊ

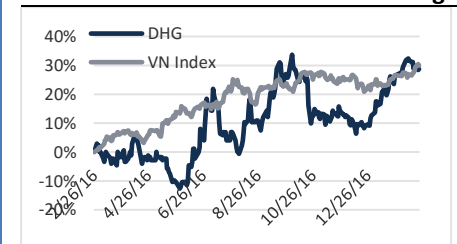
Đồng Quang Trung, Chuyên viên Phân tích  
[trungdq@tvs.vn](mailto:trungdq@tvs.vn)

#### Dữ liệu giao dịch và Chỉ số quan trọng

|                               |            |
|-------------------------------|------------|
| Mã                            | DHG        |
| Ngành                         | Dược       |
| Thời gian niêm yết            | 12-2006    |
| Giá tại ngày 10/2/2017 (VNĐ)  | 116,900    |
| Biên độ giá 52 tuần (VNĐ/000) | 74.5/118.5 |
| Vốn hóa (tỉ VNĐ)              | 10,190     |
| Cổ phiếu lưu hành (triệu)     | 87.2       |
| Cổ phiếu trôi nổi (triệu)     | 65.5       |
| KLGD bình quân 15 ngày        | 75,428     |
| 2016 P/ BV (x)                | 3.0x       |
| 2016 P/ E (x)                 | 13.9x      |
| Lợi suất cổ tức (%)           | 3.06%      |
| Nợ thuần trên vốn CSH (x)     | 0.1x       |

Nguồn: TVS Research, Thomson Reuters

#### Biểu đồ giá



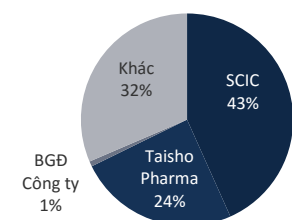
| Tăng trưởng giá (%) | 3T  | 12T | YTD |
|---------------------|-----|-----|-----|
| Tuyệt đối           | 14% | 42% | 14% |

Nguồn: Bloomberg

#### Thông tin doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Dược Hậu Giang là một công ty Việt Nam hoạt động trong lĩnh vực dược phẩm. Công ty sản xuất và bán các sản phẩm dược, thực phẩm chức năng và mỹ phẩm. Thông qua các công ty con, DHG tham gia vào sản xuất thùng chứa và bao bì, các hoạt động in ấn thương mại, trồng dược liệu, cũng như các hoạt động du lịch nội địa. Các hoạt động khác bao gồm mua bán nguyên liệu và thiết bị cho sản xuất thuốc và nhập khẩu vật tư thiết bị y tế. Thông qua công ty liên kết, DHG còn tham gia vào việc sản xuất và kinh doanh rong biển Spirulina. Tính đến ngày 31/12/2016, DHG có 16 công ty con và 1 công ty liên kết.

#### Cơ cấu sở hữu



Nguồn: TVS Research

## Thông Tin Tài Chính

| Kết quả kinh doanh (tỉ VNĐ)                    | 2013A        | 2014A        | 2015A        | 2016A        |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>                         | <b>3,527</b> | <b>3,913</b> | <b>3,608</b> | <b>3,782</b> |
| Chi phí bán hàng                               | 1,887        | 1,782        | 2,195        | 2,058        |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                           | <b>1,640</b> | <b>2,131</b> | <b>1,413</b> | <b>1,724</b> |
| Chi phí quản lý                                | 770          | 1,099        | 458          | 628          |
| Chi phí quản lý                                | 271          | 313          | 262          | 312          |
| Thu nhập/(chi phí) khác                        | 151          | 33           | 64           | 0            |
| <b>EBITDA</b>                                  | <b>821</b>   | <b>832</b>   | <b>847</b>   | <b>877</b>   |
| Khấu hao và phân bổ                            | 71           | 80           | 90           | 94           |
| <b>EBIT</b>                                    | <b>750</b>   | <b>752</b>   | <b>757</b>   | <b>784</b>   |
| Thu nhập/(chi phí) tài chính                   | 32           | -30          | -55          | -27          |
| Thu nhập thuần từ đầu tư                       | 0            | 0            | -1           | 0            |
| Khác (định kỳ)                                 | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>                    | <b>782</b>   | <b>722</b>   | <b>701</b>   | <b>757</b>   |
| Thuế TNDN                                      | 188          | 188          | 109          | 44           |
| Thuế suất (%)                                  | 24%          | 26%          | 15%          | 6%           |
| Lợi ích cổ đông thiểu số                       | 4            | 0            | 4            | 3            |
| <b>Thu nhập ròng</b>                           | <b>589</b>   | <b>533</b>   | <b>589</b>   | <b>710</b>   |
| <b>EPS (VNĐ cơ bản, như báo cáo)</b>           | <b>6,758</b> | <b>5,169</b> | <b>5,748</b> | <b>7,035</b> |
| Khối lượng cổ phiếu lưu hành bình quân (triệu) | 65           | 87           | 87           | 87           |

|                                  |       |       |       |       |
|----------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Cổ tức cổ phần thường đã công bố | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Cổ tức trên mỗi cổ phiếu (VNĐ)   | 3,513 | 1,510 | 3,003 | 3,000 |
| Tỷ suất chi trả cổ tức (%)       | 52%   | 29%   | 52%   | 43%   |
| Mức bảo chứng cổ tức (X)         | 1.9x  | 3.4x  | 1.9x  | 2.3x  |

| Tăng trưởng và Biên lợi nhuận (%) |       |        |       |       |
|-----------------------------------|-------|--------|-------|-------|
| Tăng trưởng doanh thu             | 16.5% | 13.3%  | 14.3% | 4.8%  |
| Tăng trưởng EBITDA                | 20.5% | -1.5%  | 24.4% | 3.6%  |
| Tăng trưởng EBIT                  | 18.3% | -5.1%  | 27.2% | 3.5%  |
| Tăng trưởng thu nhập ròng         | 12.3% | -7.1%  | 28.0% | 20.6% |
| Tăng trưởng EPS                   | 12.3% | -16.3% | 28.1% | 22.4% |
| Biên gộp                          | 46.5% | 54.5%  | 39.2% | 45.6% |
| Biên EBITDA                       | 23.3% | 21.3%  | 23.5% | 23.2% |
| Biên EBIT                         | 21.3% | 19.2%  | 21.0% | 20.7% |
| Biên thu nhập ròng                | 16.7% | 13.6%  | 16.3% | 18.8% |

| Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tỉ VNĐ)    | 2013A       | 2014A       | 2015A       | 2016A       |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Lợi nhuận trước thuế                   | 782         | 722         | 701         | 757         |
| Điều chỉnh cho:                        |             |             |             |             |
| Khấu hao và khấu trừ                   | 71          | 80          | 90          | 94          |
| Thay đổi hàng tồn kho                  | -244        | -24         | 144         | -101        |
| Thay đổi các khoản phải thu thương mại | -106        | -199        | 199         | -55         |
| Thay đổi các khoản phải trả thương mại | 276         | 23          | -374        | 166         |
| Dòng tiền hoạt động khác               | -294        | -330        | -285        | -203        |
| <b>Dòng tiền từ hoạt động</b>          | <b>484</b>  | <b>272</b>  | <b>475</b>  | <b>657</b>  |
| Chi phí vốn ròng                       | -349        | -255        | -164        | -135        |
| Mua lại                                | 0           | 0           | 0           | 0           |
| Thoái vốn                              | 0           | 0           | 0           | 0           |
| Khoản đầu tư khác, ròng                | -119        | -52         | -205        | -142        |
| <b>Dòng tiền từ đầu tư</b>             | <b>-468</b> | <b>-307</b> | <b>-369</b> | <b>-277</b> |
| Vốn chủ sở hữu ban hành                | 0           | 0           | -16         | 23          |
| Tổng vay                               | 108         | 50          | 94          | 84          |
| Cổ tức cho cổ đông                     | -230        | -132        | -262        | -306        |
| <b>Dòng tiền từ tài chính</b>          | <b>-122</b> | <b>-82</b>  | <b>-183</b> | <b>-199</b> |

|                              |             |             |            |            |
|------------------------------|-------------|-------------|------------|------------|
| <b>Dòng Tiền Ròng</b>        | <b>-106</b> | <b>-117</b> | <b>-78</b> | <b>182</b> |
| Tiền đầu kì                  | 719         | 613         | 498        | 421        |
| Ảnh hưởng từ thay đổi tỷ giá | 0           | 0           | 0          | 0          |
| <b>Tiền cuối kì</b>          | <b>613</b>  | <b>496</b>  | <b>421</b> | <b>603</b> |

| Cân đối kế toán (tỉ VNĐ)                 | 2013A        | 2014A        | 2015A        | 2016A        |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Tiền và các khoản tương đương tiền       | 613          | 496          | 421          | 602          |
| Đầu tư tài chính                         | 170          | 261          | 508          | 704          |
| Các khoản phải thu                       | 515          | 761          | 571          | 618          |
| Hàng tồn kho                             | 758          | 781          | 639          | 743          |
| Chi phí trả trước, tài sản ngắn hạn khác | 176          | 88           | 83           | 94           |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>             | <b>2,233</b> | <b>2,386</b> | <b>2,221</b> | <b>2,761</b> |
| <b>Tài sản cố định hữu hình</b>          |              |              |              |              |
| Giá gốc                                  | 624          | 1,091        | 1,252        | 1,363        |
| Khấu hao lũy kế                          | -283         | -357         | -441         | -515         |
| Giá trị còn lại tài sản cố định hữu hình | 342          | 734          | 811          | 848          |
| Giá trị còn lại tài sản cố định vô hình  | 176          | 180          | 256          | 262          |
| Đầu tư dài hạn                           | 21           | 17           | 16           | 16           |
| Tài sản dài hạn khác                     | 310          | 166          | 58           | 63           |
| <b>Tổng tài sản</b>                      | <b>3,081</b> | <b>3,483</b> | <b>3,363</b> | <b>3,950</b> |
| Phải trả ngắn hạn                        | 268          | 261          | 225          | 290          |
| Nợ ngắn hạn                              | 127          | 177          | 271          | 355          |
| Phải trả ngắn hạn khác                   | 635          | 682          | 284          | 353          |
| <b>Tổng phải trả ngắn hạn</b>            | <b>1,030</b> | <b>1,120</b> | <b>780</b>   | <b>998</b>   |
| Nợ dài hạn                               | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Phải trả dài hạn khác                    | 51           | 69           | 62           | 58           |
| <b>Tổng phải trả dài hạn</b>             | <b>51</b>    | <b>69</b>    | <b>62</b>    | <b>58</b>    |
| <b>Nguồn vốn</b>                         | <b>1,999</b> | <b>2,294</b> | <b>2,521</b> | <b>2,894</b> |
| Vốn chủ sở hữu                           | 654          | 872          | 872          | 872          |
| Cổ phiếu quỹ                             | 0            | 0            | 0            | 7            |
| Thặng dư vốn                             | 0            | 0            | -16          | 0            |
| Lợi nhuận giữ lại                        | 560          | 556          | 606          | 761          |
| Nguồn kinh phí và quỹ khác               | 768          | 849          | 1,039        | 1,221        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số                 | 18           | 17           | 20           | 34           |
| <b>Tổng phải trả và nguồn vốn</b>        | <b>3,081</b> | <b>3,483</b> | <b>3,363</b> | <b>3,950</b> |
| Thuê tài chính                           | -            | -            | -            | -            |
| <b>Vốn sử dụng</b>                       | <b>2,050</b> | <b>2,363</b> | <b>2,584</b> | <b>2,952</b> |

| Chỉ số tài chính                 |       |       |       |       |
|----------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| ROE                              | 32.1% | 25.0% | 24.6% | 24.5% |
| ROA                              | 21.7% | 16.3% | 17.3% | 18.0% |
| ROIC                             | 31.7% | 24.4% | 24.1% | 24.1% |
| Vòng quay hàng tồn kho (ngày)    | 123   | 158   | 118   | 132   |
| Vòng quay phải thu (ngày)        | 55    | 64    | 72    | 60    |
| Vòng quay phải trả (ngày)        | 33    | 54    | 41    | 49    |
| Vòng quay tiền (ngày)            | 146   | 168   | 150   | 142   |
| Vòng quay tài sản (x)            | 1.3x  | 1.2x  | 1.1x  | 1.0x  |
| Tổng nợ / vốn chủ sở hữu (x)     | -0.3x | -0.2x | -0.3x | 0.1x  |
| Mức bảo chứng lãi vay - EBIT (x) | 0.0x  | 0.0x  | 0.0x  | 62.7x |

| Định giá            |       |       |       |       |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|
| EV / EBITDA         | 10.4x | 10.5x | 7.1x  | 9.7x  |
| P/E                 | 12.7x | 18.6x | 11.6x | 13.9x |
| Lợi suất cổ tức (%) | 2.50  | 2.97  | 5.00  | 3.1   |
| P/B                 | 3.8x  | 3.7x  | 2.3x  | 3.0x  |

Nguồn: Thomson Reuters, TVS Research

**XÁC NHẬN**

Tôi, **Đồng Quang Trung**, xác nhận rằng tất cả các quan điểm thể hiện trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của tôi về công ty hoặc các công ty hay chứng khoán của họ. Tôi cũng xác nhận rằng không có phần nào trong lương của tôi đã, đang hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp, liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

**HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ**

**Mua (M), Nắm Giữ (G), Bán (B)** – Các chuyên viên phân tích khuyến nghị Mua hoặc Bán chứng khoán dựa trên quan điểm cá nhân của họ. Việc khuyến nghị Mua hoặc Bán một phần được xác định bởi tổng lợi nhuận (TSR) chứng khoán đem lại, là sự chênh lệch giữa giá hiện tại và giá mục tiêu trong vòng 12 tháng đến với tỷ suất cổ tức kỳ vọng. Chứng khoán không được khuyến nghị Mua hoặc Bán thì xem như Nắm Giữ.

**Các định nghĩa về Mức khuyến nghị**

| Xếp Hạng 12 Tháng | Định Nghĩa   |
|-------------------|--|
| Mua               | Tổng Lợi Tiềm Năng Của Cổ Phiếu > 15%  |
| Trung lập         | Tổng Lợi Tiềm Năng Của Cổ Phiếu giữa (-15%) & 15%  |
| Bán               | Tổng Lợi Tiềm Năng Của Cổ Phiếu < (-15%)   |
| Xếp Hạng Ngắn Hạn | Định Nghĩa   |
| Mua               | Giá chứng khoán kỳ vọng sẽ tăng trong vòng 03 tháng dựa trên các sự kiện riêng biệt.                       |
| Bán               | Giá chứng khoán kỳ vọng sẽ giảm trong vòng 03 tháng dựa trên các sự kiện riêng biệt.                       |
| Không Khuyến nghị | Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu sẽ không được đưa ra bởi vì không đầy đủ nghiên cứu cơ bản để xác định. |

**KHUYẾN CÁO**

Bản quyền năm 2017 thuộc về Công ty cổ phần chứng khoán Thiên Việt (TVS). Tất cả các quyền được bảo lưu. Bảng báo cáo này được lập ra để phục vụ cho khách hàng của TVS và không được sao chép, in ấn, hoặc xuất bản lại toàn bộ hoặc từng phần báo cáo vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của TVS. Các thông tin, dự báo, và khuyến nghị trong báo cáo này (bao gồm cả các nhận định cá nhân) được dựa trên các nguồn thông tin tin cậy; tuy nhiên TVS không đảm bảo chắc chắn sự chính xác hoàn toàn và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. TVS sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần thông tin hoặc ý kiến trong báo cáo này.

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN THIÊN VIỆT****HỒ CHÍ MINH**

63A Võ Văn Tần, Quận 3  
Tầng 9, Tòa nhà Bitexco Nam Long  
ĐT: +84 (8) 299 2099 | Fax: +84 (8) 299 2088

**HÀ NỘI**

22 Láng Hạ, Đống Đa  
Tòa nhà TDL  
ĐT: +84 (4) 220 3228 | Fax: +84 (4) 220 3227

**BỘ PHẬN NGHIÊN CỨU**

|  |   |   |
|--|---|---|
| Nguyễn H. Duy, Trưởng phòng<br>Thị trường cổ phiếu<br><a href="mailto:duynh@tvs.vn">duynh@tvs.vn</a> | Đồng Q. Trung, Chuyên viên<br>Hàng tiêu dùng<br><a href="mailto:trungdq@tvs.vn">trungdq@tvs.vn</a><br>Nguyễn K.V. Bách, Chuyên viên<br>Năng lượng<br><a href="mailto:bachnkv@tvs.vn">bachnkv@tvs.vn</a> | Nguyễn T. Sơn, Chuyên viên cao cấp<br>Bất động sản<br><a href="mailto:sonnt@tvs.vn">sonnt@tvs.vn</a><br>Lương T. Quang, Chuyên viên<br>Hỗ trợ<br><a href="mailto:quanglt@tvs.vn">quanglt@tvs.vn</a> |
|--|---|---|

**BỘ PHẬN NGÂN HÀNG ĐẦU TƯ**

[ib.hcm@tvs.vn](mailto:ib.hcm@tvs.vn)

**BỘ PHẬN MÔI GIỚI**

[brokerage.hcm@tvs.vn](mailto:brokerage.hcm@tvs.vn)  
[brokerage.hn@tvs.vn](mailto:brokerage.hn@tvs.vn)