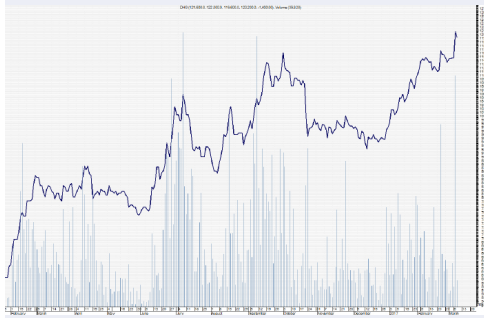


Biểu đồ giá



Thông tin cổ phiếu vào ngày 17/11/2016

Giá CP (đồng)	120.200
Số lượng niêm yết hiện tại	87.164.330
Số lượng CP đang lưu hành	87.164.330
Giá cao nhất trong 52 tuần	121.600
Giá thấp nhất trong 52 tuần	76.000
Thay đổi giá trong 3 tháng	24,0%
Thay đổi giá trong 6 tháng	16,7%
Thay đổi giá trong 12 tháng	49,2%
Khối lượng CP giao dịch tự do	30.507.516
Giá trị giao dịch (triệu đồng) (GTTB trong 5 ngày GD gần nhất)	11.042
GT vốn hóa t.t (triệu đồng)	10.477.152
GT vốn hóa t.t (triệu USD)	459,6
Số lượng được phép sở hữu	42.710.521
Số lượng còn được phép mua	6
% sở hữu nước ngoài	49%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	49%

Chỉ số	FY2016	FY2017F
Khả năng thanh khoản		
Hệ số thanh toán hiện thời	2,77	2,18
Hệ số thanh toán nhanh	2,02	1,45
Khả năng sinh lời		
Lợi nhuận biên gộp	41,5%	41,5%
Lợi nhuận biên sau thuế	18,9%	18,4%
ROE	26,3%	27,1%
ROA	19,5%	20,2%
Hiệu quả hoạt động		
Vòng quay khoản phải thu	5,68	6,03
Vòng quay hàng tồn kho	2,98	2,96
Vòng quay tổng tài sản	1,03	1,08
Vòng quay vốn chủ sở hữu	1,43	1,34

Chuyên viên phân tích cấp cao
Nguyễn Hoàng Thanh Nga
nga.nht@hsc.com.vn

Mô hình dự báo lợi nhuận

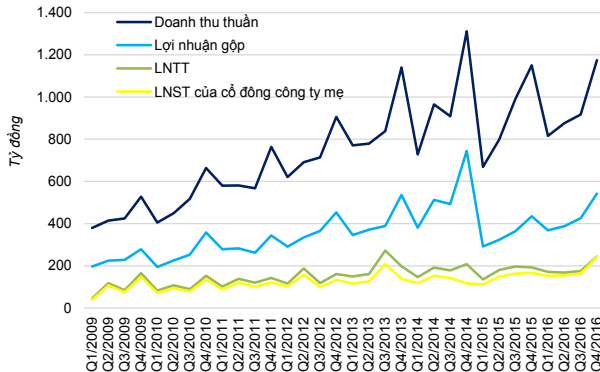
Đơn vị: triệu đồng	FY2013A	FY2014A	FY2015A	FY2016	FY2017F
Doanh thu thuần	4.093.661	3.958.710	4.151.727	4.154.055	4.737.879
y/y %	38,8%	-3,3%	4,9%	4,8%	14,1%
Lợi nhuận gộp	1.628.118	2.130.521	1.412.868	1.723.817	1.966.256
y/y %	12,8%	30,9%	-33,7%	22,0%	14,1%
EBITDA	670.655	798.867	782.614	877.540	1.041.467
y/y %	15,1%	19,1%	-2,0%	12,1%	18,7%
LNST	593.252	533.772	592.685	712.950	795.636
y/y %	20,8%	-10,0%	11,0%	20,3%	11,51%
LNST của cổ đông cty mẹ	588.960	533.273	588.701	710.056	792.406
y/y %	21,2%	-9,5%	10,4%	20,6%	11,6%
EPS (VND)	9.010	6.119	4.358	7.035	8.182
y/y %	21,1%	-32,1%	-28,8%	22,4%	16,3%
P/E (x)	12,7	15,7	19,4	16,6	14,9
EV/EBITDA (x)	10,4	10,1	9,2	9,5	8,8
P/B (x)	4,1	4,0	2,9	3,0	2,6

Nguồn: DHG; (A): số liệu đã kiểm toán (F): HSC dự báo

- DHG công bố doanh thu năm 2016 gần như giữ nguyên (chỉ tăng 0,06%) còn LNST tăng trưởng 20,29%.
- Doanh thu kênh bán lẻ hồi phục đã giúp doanh thu tăng trưởng trong khi cơ cấu doanh thu cải thiện giúp tỷ suất lợi nhuận gộp tăng.
- Lỗ tài chính thuần giảm nhưng chi phí bán hàng & quản lý tăng. Ưu đãi thuế đối với nhà máy mới giúp thuế suất thuế TNDN giảm.
- Cho năm 2017, chúng tôi dự báo LNST tăng trưởng 11,51% nhờ nhu cầu đối với sản phẩm mới tăng ổn định.
- Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu DHG là 123.000 đồng; tương đương P/E dự phóng là 15 lần. Hiện DHG có P/E dự phóng năm 2017 là 14,9 lần; chỉ thấp hơn 5,3% so với P/E ở giá trị hợp lý theo ước tính của chúng tôi.
- Trên thực tế, giá cổ phiếu đã tăng 23% so với đầu năm trước câu chuyện M&A và nói room.
- Tiếp tục duy trì đánh giá Năm giữ.

KQKD năm 2016 của DHG đạt kế hoạch đề ra. Giá cổ phiếu tăng trước tin đồn có những triển vọng ở vấn đề nới room và chia cổ phiếu thưởng. Tiếp tục duy trì đánh giá Nắm giữ.

DHG - doanh thu và lợi nhuận theo quý



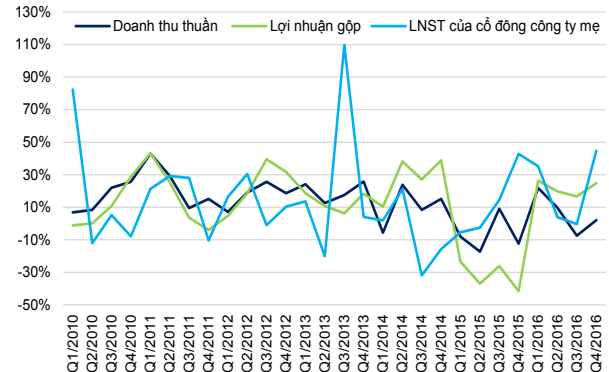
Nguồn - báo cáo tài chính cty

GHI NHẬN CHÍNH – DHG công bố doanh thu năm 2016 gần như giữ nguyên (chỉ tăng 0,06%) còn LNST tăng trưởng 20,29%. Doanh thu kênh bán lẻ hồi phục đã giúp doanh thu tăng trưởng trong khi cơ cấu doanh thu cải thiện giúp tỷ suất lợi nhuận gộp tăng. Lỗ tài chính thuần giảm nhưng chi phí bán hàng & quản lý tăng. Ưu đãi thuế đối với nhà máy mới giúp thuế suất thuế TNDN giảm. Cho năm 2017, chúng tôi dự báo LNST tăng trưởng 11,51% nhờ nhu cầu đối với sản phẩm mới tăng ổn định.

HÀNH ĐỘNG – Tiếp tục duy trì đánh giá Nắm giữ. Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu DHG là 123.000 đồng; tương đương P/E dự phóng là 15 lần. Hiện DHG có P/E dự phóng năm 2017 là 14,9 lần; chỉ thấp hơn 5,3% so với P/E ở giá trị hợp lý theo ước tính của chúng tôi. Trên thực tế, giá cổ phiếu đã tăng 23% so với đầu năm trước câu chuyện M&A và nới room. Và trong khi DHG là cổ phiếu tốt nhất trong ngành được xét về nền tảng căn bản với triển vọng tăng trưởng khá; thì giá cổ phiếu tăng trong 12 tháng qua lại dựa trên 2 câu chuyện nói trên. Và trước mắt mọi việc vẫn sẽ tiếp diễn như vậy.

KQKD năm 2016 sát kỳ vọng – DHG (Nắm giữ) công bố doanh thu năm 2016 đạt 4.154,05 tỷ đồng (tăng trưởng 0,06%) và LNTT đạt 756,65 tỷ đồng (tăng trưởng 7,9%). Như vậy DHG đã hoàn thành được 101,3% kế hoạch doanh thu và 100,9% kế hoạch LNTT đề ra. Kết quả trên cũng bằng 104,3% dự báo doanh thu của HSC và 100,8% dự báo LNTT.

DHG - % tăng trưởng doanh thu và LN so với cùng kỳ



Nguồn - báo cáo tài chính cty

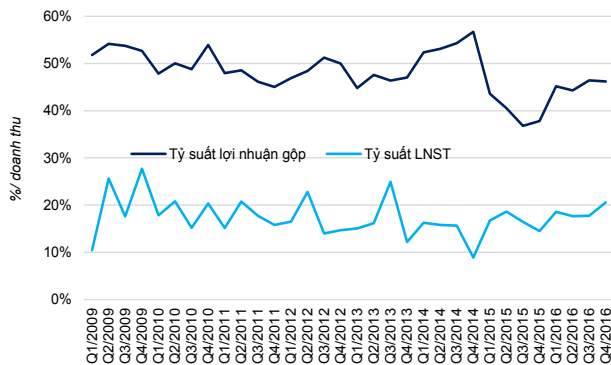
Doanh thu thuốc tự sản xuất hồi phục sau khi giảm trong năm 2015 – Doanh thu năm 2016 đạt 4.154,05 tỷ đồng (tăng trưởng 0,06%). Cụ thể:

- Doanh thu thuốc tự sản xuất đạt 3.380,98 tỷ đồng (tăng trưởng 5,62%) và đóng góp 81,36% tổng doanh thu.
- Doanh thu thuốc kinh doanh đạt 718,7 tỷ đồng (giảm 22,73%) và đóng góp 17,3% tổng doanh thu.
- Doanh thu dịch vụ đạt 54,37 tỷ đồng (tăng trưởng 163,84%) và đóng góp 1,3% tổng doanh thu.

Doanh thu thuốc tự sản xuất tăng trưởng nhờ kênh bán lẻ (bán hàng trực tiếp cho các cửa hàng thuốc & bệnh viện). HSC ước tính doanh thu bán lẻ tăng trưởng 13,6% lên 3.000 tỷ đồng. Doanh thu bán lẻ hồi phục từ mức giảm lần đầu tiên vào năm 2015 (giảm 25%). Doanh thu từ kênh bán lẻ hiện đóng góp 79,32% tổng doanh thu (năm 2015 là 73,15%). Kết quả này đạt được nhờ doanh thu tăng mạnh ở các sản phẩm như Nat-toenzym (tăng 97%), Naturenz (tăng 114%), Hapacol (tăng 14,3%), Haginat (tăng 32,1%) và Klamentin (tăng 37,6%). Công ty đang tiếp tục mở rộng doanh thu từ kênh OTC bằng việc phân phối thuốc qua siêu thị Big C cũng như TTTM Aeon, Guardian và Pharmacy.

Trái lại, doanh thu bán buôn/bán hàng gián tiếp (thuộc mảng thuốc kinh doanh) không còn trong Q4/2016. Chúng tôi giải thích rõ hơn về điều này như dưới đây:

DHG - tỷ suất LN gộp và tỷ suất LNST



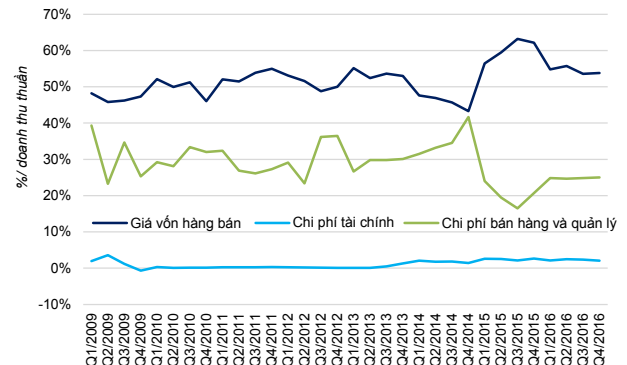
Nguồn - báo cáo tài chính cty

Việc DHG bỏ kênh bán buôn có vẻ là do chính sách chặt chẽ hơn về việc cấp visa sản phẩm thuốc. Hiện mỗi hoạt chất dược phẩm (API) chỉ có thể được cấp một visa sản phẩm. Trước đây một API có thể sử dụng để sản xuất nhiều sản phẩm với visa riêng. Và cùng một API có thể sản xuất nhiều loại thuốc có giá khác nhau. Theo đó, một số visa sản phẩm không được gia hạn khi hết hạn. Ở kênh bán lẻ thuốc tự sản xuất, thông thường chỉ có một loại thuốc được bán dựa trên mỗi API; tuy nhiên ở kênh bán buôn có thể có nhiều loại thuốc được phân phối có cùng API và mỗi loại thuốc có 1 visa riêng. Hiện điều này đã không còn được phép.

Tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2016 tăng nhờ cơ cấu doanh thu được cải thiện – Lợi nhuận gộp năm 2016 đạt 1723,82 tỷ đồng (tăng trưởng 22%). Theo đó, tỷ suất lợi nhuận gộp tăng lên 41,5% từ 39,16% trong năm 2015 nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp mảng thuốc tự sản xuất hồi phục từ 43% năm 2015 lên 48,68%. Chúng tôi cho rằng tỷ suất lợi nhuận gộp thuốc tự sản xuất tăng nhờ 3 lý do chính:

- Đóng góp nhiều hơn từ thuốc có tỷ suất lợi nhuận cao trong khi giá nguyên liệu đầu vào ổn định – Chúng tôi thấy sản phẩm non-beta lactam tăng trưởng mạnh, chẳng hạn như Nattoenzym & Naturenz (có tỷ suất lợi nhuận gộp xấp xỉ 60%). Trong khi đó các sản phẩm chính là Hapacol, Haginat và Klamentin có tỷ suất lợi nhuận gộp 40-45%.
- Doanh thu bán buôn có tỷ suất lợi nhuận thấp giảm mạnh – Như đã đề cập trên đây, doanh thu kênh bán buôn (có tỷ suất lợi nhuận gộp chỉ là 10%) giảm mạnh đã giúp tỷ suất lợi nhuận chung tăng.

DHG - giá vốn hàng bán, chi phí quản lý & bán hàng và chi phí tài chính/ doanh thu theo quý



Nguồn - báo cáo tài chính cty

- Công suất hoạt động của nhà máy mới tăng – Công suất hoạt động của nhà máy non-betalactam tăng từ khoảng 40% lên 65%. Công ty bắt đầu đưa nhà máy betalactam mới đi vào hoạt động vào đầu tháng 10 với công suất hoạt động khoảng 45%.

Lỗ tài chính thuần năm 2016 giảm nhờ lãi tiền gửi tăng – Lỗ tài chính thuần là 26,75 tỷ đồng, giảm từ 55,14 tỷ đồng năm 2015, chủ yếu nhờ lãi tiền gửi tăng 79,87% lên 54,65 tỷ đồng.

Chi phí bán hàng & dịch vụ tăng 30,57% - Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu tăng lên 24,9% từ 20% trong năm 2015. Sau một năm giảm chi phí bán hàng & quản lý trong năm 2015, chi phí này vào năm 2016 tăng trở lại lên 939,99 tỷ đồng (tăng 30,57%). Tuy nhiên chi phí bán hàng & quản lý năm 2016 vẫn thấp hơn năm 2014 do thay đổi về cách hạch toán đối với hoạt động khuyến mãi theo Thông tư 200 (làm cho tỷ suất lợi nhuận gộp và tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu giảm).

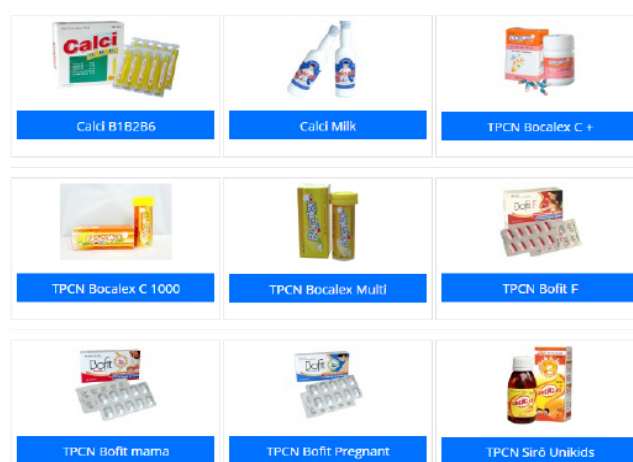
Lợi nhuận tăng nhờ chi phí thuế TNDN giảm nhờ có nhà máy mới – Thuế TNDN áp dụng cho nhà máy non-betalactam và nhà máy đóng gói giảm là nguyên nhân chính giúp LNST tăng trưởng 20,29%. Cụ thể nhà máy non-betalactam, nhà máy đóng gói và nhà máy betalactam hưởng thuế suất TNDN 0% trong 4 năm đầu. DHG hiện tiết kiệm được 107 tỷ đồng thuế; gồm 99 tỷ đồng từ hai nhà máy sản xuất thuốc và 8 tỷ đồng từ nhà máy đóng gói.

Theo đó, LNST của DHG đạt 712,95 tỷ đồng (tăng trưởng 20,29%).

Một số sản phẩm cho cơ xương khớp



Một số sản phẩm về dinh dưỡng



Cho năm 2017, HSC dự báo LNTT tăng trưởng 10,29% - HSC dự báo doanh thu năm 2017 là 4.737,88 tỷ đồng, tăng trưởng 14,05% và LNTT đạt 834,5 tỷ đồng (tăng trưởng 10,29%). Triển vọng lợi nhuận năm 2017 khả quan hơn nhưng vẫn nhờ chi phí thuế TNDN tiếp tục giảm. Các giả định của chúng tôi bao gồm;

1. Doanh thu tăng trưởng 14,05% nhờ doanh thu thuốc tự sản xuất tăng trưởng 13,2% dẫn đầu với tăng trưởng mạnh của thuốc kháng sinh như Nattoenzym, Apitim và Naturenz.
2. Chúng tôi giả định nhà máy betalactam mới nhất sẽ hoạt động bình quân 60% công suất so với mức 45% công suất khi nhà máy bắt đầu đi vào hoạt động.
3. Tỷ suất lợi nhuận gộp không đổi ở mức 41,5% nhờ danh mục sản phẩm tốt hơn với tăng trưởng tốt hơn của dòng thuốc betalactam cho tỷ suất lợi nhuận cao hơn giúp bù đắp sự suy giảm về tỷ suất lợi nhuận của dòng thuốc kháng sinh trên thị trường OTC.
4. Lỗ tài chính thuần tăng mạnh lên 71,6 tỷ đồng (tăng tới 167,7% so với năm 2016) do đầu tư nâng cấp dây chuyền Hapacol đạt tiêu chuẩn PIC/S với chi phí ước tính là 200 tỷ đồng.
5. Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý/doanh thu là 24,5% tăng so với mức 24,9% trong năm 2016.
6. Do nhà máy betalactam mới sẽ được miễn thuế, HSC ước tính thuế suất thuế TNDN bình quân của DHG sẽ giảm xuống 4,66% so với mức thuế suất 5,78% trong năm 2016.

HSC dự báo LNST năm 2017 là 795 tỷ đồng (tăng trưởng 11,6%) theo đó EPS là 8.180 đồng, định giá cổ phiếu với P/E dự phóng là 14,9 lần.

Giá cổ phiếu đã tăng mạnh trước những dự báo về M&A và khả năng nói room đồng thời do những đồn đoán về phát hành cổ phiếu thưởng. Vào ngày 4/7 năm ngoái, Taisho Pharmaceutical của Nhật Bản được công bố trở thành cổ đông của DHG với 24,4% cổ phần. Với thực tế tỷ lệ sở hữu 24,4% không phải là quá lớn, chúng tôi cho rằng Taisho có thể sẽ muốn mua thêm cổ phiếu DHG trong tương lai. Không nghi ngờ gì thị trường cũng ý thức được rằng nếu Taisho muốn sở hữu lớn hơn 25%, công ty này phải thực hiện chào mua công khai. Dù vậy, mặc dù đã cho thấy ý định trên, có vẻ như Taisho vẫn không tỏ ra vội vàng tiến hành bất kỳ động thái nào, có thể là để quan sát thêm và chờ đợi những diễn biến tiếp theo. Chúng tôi cũng lưu ý đến một cổ đông khác, là Templeton hiện nắm 13% cổ phần của DHG.

Về khả năng nói room, DHG đã rất nỗ lực đạt được mục tiêu này, tuy nhiên, sự thành công của đề xuất này phụ thuộc vào quyết định phê duyệt từ UBCKNN. Ở đây, trường hợp của DMC có tính định hướng nhưng không chắc chắn sẽ quyết định đến trường hợp của DHG. Nói cách khác, chúng tôi không chắc liệu chính phủ có đặt trường hợp của DMC là tiền đề cho câu chuyện nói room trong ngành hay không. Mặc dù vậy hiện tại khả năng các công ty dược phẩm khác cũng sẽ được phép nói room là rất lớn. Hiện tại, SCIC sở hữu 43,31% cổ phần tại DHG và nếu công ty này quyết định giảm một phần hoặc bán toàn bộ cổ phần tại đây, khả năng UBCKNN phê duyệt nói room cho DHG theo đó sẽ lớn hơn nữa.

Dự báo DHG sẽ trả cổ tức năm 2016 tỷ lệ 30% mệnh giá – Cổ tức năm 2016 được dự báo là 30% mệnh giá, theo đó tỷ lệ cổ tức/giá là 2,6%.

Quan điểm đầu tư – Lập lại đánh giá NĂM GIỮ. Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu là 123.000 đồng, định giá công ty với P/E dự phóng là 15 lần. Cổ phiếu DHG hiện giao dịch với P/E dự phóng 2017 là 14,9 lần, thấp hơn 5,3% so với mức giá mục tiêu của HSC, do đó cổ phiếu không còn rẻ nữa. Giá cổ phiếu đã tăng 23% so với đầu năm. Năm 2015 và 2016 được xem là giai đoạn chuyển đổi đối với DHG xét về KQKD kinh doanh do những thay đổi của Thông tư 200 và doanh thu từ thuốc tự sản xuất giảm mạnh trong năm 2015. Tuy nhiên, sự phục hồi của doanh thu thuốc tự sản xuất dẫn đầu là thuốc không phải kháng sinh cùng với tỷ lệ sử dụng công suất lớn hơn của nhà máy non-betalactam sẽ giúp LNST tăng trưởng khá trong năm nay. Tiếp đó, việc Taisho tỏ ra mong muốn tăng sở hữu tại DHG giúp câu chuyện M&A vẫn được nhắc tới. Chúng tôi dự báo khả năng M&A và nói room sẽ là động lực hỗ trợ giá cổ phiếu chính trong tương lai. Do đó, giá cổ phiếu sẽ dễ dàng vượt giá trị hợp lý khi các yếu tố căn bản phục hồi.

DHG mở rộng hoạt động cộng đồng



CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

BÁO CÁO CẬP NHẬT

Thứ tư, ngày 8 tháng 3 năm 2017

Đơn vị: triệu đồng

BÁO CÁO KQKD	FY2014A	FY2015A	FY2016	FY2017F
Doanh thu thuần	3.912.518	3.607.760	3.782.059	4.313.601
Giá vốn hàng bán	1.781.997	2.194.892	2.058.242	2.347.345
Lợi nhuận gộp	2.130.521	1.412.868	1.723.817	1.966.256
Thu nhập tài chính thuần	(30.201)	(55.143)	(26.748)	(71.596)
Chi phí quản lý & bán hàng	1.411.363	719.924	939.996	1.060.013
Lợi nhuận từ HĐKD	688.957	636.890	756.885	834.648
EBITDA	798.867	782.614	877.540	1.041.467
LNTT	721.937	701.309	756.653	834.514
LNST	533.772	592.685	712.950	795.636
LNST của cổ đông cty mẹ	533.273	588.701	710.056	792.406
EPS	6.119	4.358	7.332	8.182

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	FY2014A	FY2015A	FY2016	FY2017F
Tài sản ngắn hạn	2.386.250	2.221.373	2.760.854	2.570.302
Tiền&các khoản tương đương tiền	496.492	420.713	602.451	493.451
Đầu tư tài chính ngắn hạn	260.617	507.605	703.731	507.605
Khoản phải thu ngắn hạn	841.466	644.064	688.568	700.501
Hàng tồn kho	780.704	639.321	742.561	857.709
Tài sản ngắn hạn khác	6.972	9.670	23.543	11.036
Tài sản dài hạn	1.096.468	1.329.982	1.188.648	1.636.829
Tài sản cố định	963.813	1.271.653	1.109.854	1.535.402
Đầu tư vào BĐS	-	-	-	-
Đầu tư dài hạn	16.842	15.932	15.744	15.932
Tài sản dài hạn khác	115.812	42.397	48.905	85.495
Lợi thế thương mại	-	-	-	-
Tổng tài sản	3.482.718	3.551.355	3.949.502	4.207.131
Nợ	1.189.093	849.474	1.055.410	1.208.012
Nợ ngắn hạn	1.119.689	784.132	997.810	1.180.387
Nợ dài hạn	69.403	65.342	57.600	27.625
Vốn chủ sở hữu	2.276.795	2.776.639	2.894.092	2.995.890
Vốn cổ phần	-	-	-	-
LN giữ lại & quỹ khác	2.276.795	2.776.639	2.022.448	2.995.890
Lợi ích cổ đông thiểu số	16.830	23.217	-	3.230
Tổng nguồn vốn	3.482.718	3.649.330	3.949.502	4.207.131

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	FY2014A	FY2015A	FY2016	FY2017F
Lưu chuyển tiền từ HĐKD	271.800	475.195	657.035	771.793
Lưu chuyển tiền từ HĐ đầu tư	(306.682)	(369.331)	(276.729)	(376.305)
Lưu chuyển tiền từ HĐ tài chính	(81.912)	(183.442)	(198.568)	(239.546)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	(116.795)	(77.579)	181.738	155.942
Tiền & các khoản tương đương tiền đầu kì	613.287	496.492	420.713	602.451
Ảnh hưởng của tỷ giá hối đoái quy đổi ngoại tệ	-	-	-	-
Tiền & các khoản tương đương tiền cuối kì	496.492	418.913	602.451	758.393

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2014A	FY2015A	FY2016	FY2017F
Định giá				
EPS (VND)	6.119	4.358	7.035	9.091
EBITDA (triệu đồng)	798.867	782.614	877.540	1.041.467
BVPS (VND)	24.055	28.924	33.203	31.450
DPS (VND)	3000	2500	0	2501
P/E (x)	15,69	19,39	13,93	13,11
EV/EBITDA (x)	10,07	9,22	9,45	8,80
P/B (x)	3,99	2,92	2,95	3,41
Lợi suất cổ tức (%)	3,1%	3,0%	0,0%	2,3%
Khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	54,5%	39,2%	41,5%	41,5%
Tỷ suất EBITDA	20,4%	21,7%	0,0%	24,1%
Tỷ suất LNTT	18,5%	19,4%	20,0%	19,3%
Tỷ suất LNST	13,6%	16,3%	18,9%	18,4%
Tỷ trọng chi phí quản lý & bán hàng/ doanh thu (%)	36,1%	20,0%	24,9%	24,57%
ROE (%)	24,9%	23,3%	26,3%	27,1%
ROA (%)	16,3%	17,2%	19,5%	20,2%
Khả năng thanh khoản				
Hệ số thanh toán hiện hành	2,13	2,83	2,77	2,18
Hệ số thanh toán nhanh	1,43	2,02	2,02	1,45
Cơ cấu vốn				
Nợ vay/ Vốn chủ sở hữu	0,08	0,10	0,12	0,10
Tổng nợ/ Tổng tài sản	0,34	0,25	0,27	0,29
Hệ số chi trả lãi vay	148,62	79,37	62,74	69,47
Hiệu quả hoạt động				
Số ngày phải thu (ngày)	70,38	75,15	64,31	55,50
Số ngày tồn kho (ngày)	157,58	118,07	122,53	125,16
Số ngày phải trả (ngày)	54,21	39,27	45,63	40,06
Chu kì kinh doanh (ngày)	173,75	153,94	141,21	140,60

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi HSC hoặc một trong các chi nhánh để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Giá cả và các công cụ tài chính có thể thay đổi mà không báo trước. HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào. Cán bộ của HSC có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Các công cụ tài chính được đề cập trong báo cáo có thể sẽ không phù hợp với tất cả nhà đầu tư. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình bằng cách tham khảo các nhà tư vấn tài chính độc lập nếu cần thiết và dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Khi sử dụng các nội dung đã được HSC chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Khuyến cáo này và theo quy định của pháp luật.

GIẢI THÍCH CÁC MỨC ĐÁNH GIÁ CỔ PHIẾU

MUA: Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích vượt thị trường chung trên 10%/năm
KHẢ QUAN: Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích vượt thị trường chung 10%/năm
GIỮ: Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích bằng với thị trường chung
KÉM KHẢ QUAN: Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích kém hơn thị trường chung 10%/năm
BÁN: Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích kém hơn thị trường chung trên 10%/năm



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T : (+84 8) 3 823 3299
F : (+84 8) 3 823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 4 & 5, 66A Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm
T : (+84 4) 3 933 4693
F : (+84 4) 3 933 4822

E: info@hsc.com.vn **W:** www.hsc.com.vn