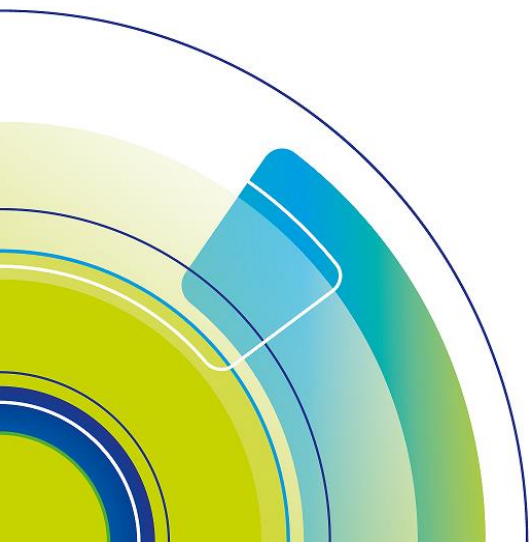




Phân tích DHG – GIỮ

Ngày 02/01/2018



Lương Thị Kim Chi

(+84 8) 3823 4159 - Ext: 327

chiltk@acbs.com.vn

Báo cáo phân tích

Khuyến nghị

GIỮ

HSX: DHG

Được phẩm

Giá mục tiêu (VND) **103.902**

Giá hiện tại (VND) **115.000**

Tỷ lệ tăng giá -7,5%

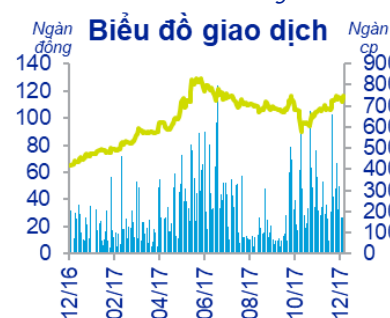
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng 0,9%

Tổng tỷ suất lợi nhuận -6,6%

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	84,4	12,2	10,6	92,5
Tương đối	32,0	8,2	-11,2	41,0

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

SCIC	43,3%
Taisho Pharmaceutical Co. Ltd	24,4%
Franklin Templeton Investment	8,7%

Thông kê

Mã Bloomberg	DHG VN
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	62.467-133.200
SL lưu hành (triệu cp)	131
Vốn hóa (tỷ đồng)	15.036
Vốn hóa (triệu USD)	661
Room khối ngoại còn lại (%)	0,2
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	31,8
KLGD TB 3 tháng (cp)	236.522
VND/USD	22.750
Index: VNIndex / HNX	984,2/116,8

CTCP DƯỢC HẬU GIANG (DHG VN)

Mặc dù kỳ vọng bức tranh tăng trưởng tốt hơn trong tương lai so với những kết quả trái chiều trong những năm gần đây, chúng tôi vẫn duy trì khuyến nghị **GIỮ** cho cổ phiếu DHG do khả năng tăng trưởng năm 2018 dường như đã phản ánh vào giá cổ phiếu, với chỉ số P/E là ~22 lần dựa trên lợi nhuận dự phóng 2018. Tuy nhiên, khả năng Taisho tăng tỷ lệ sở hữu tại DHG khi được chính thức thông qua nơi room có thể tác động đẩy giá cổ phiếu.

DHG là công ty dẫn đầu trong số các công ty dược Việt Nam với thị phần 14% (số liệu 2016 theo công ty công bố) và mạng lưới phân phối rộng. Danh mục sản phẩm của công ty gồm có dược phẩm (chiếm 65% doanh thu thuần), thực phẩm chức năng-mỹ phẩm (10%) và các hoạt động khác (24%). Nhóm thuốc kháng sinh và giảm đau-hạ sốt là những dòng sản phẩm chính tại DHG.

Hệ thống bán hàng của công ty tập trung vào kênh OTC (chiếm 86% doanh thu 2016) trong khi tỷ trọng kênh ETC được đặt mục tiêu duy trì trên 10%. Ngoài thị trường trong nước, DHG cũng xuất khẩu (chủ yếu là thực phẩm chức năng) sang Campuchia, Lào, Myanmar, Mông Cổ, Nigeria, v.v..., tuy nhiên, tỷ trọng rất nhỏ ~1%.

Tăng trưởng doanh thu thuần và LNTT của công ty trong vài năm gần đây không thực sự tích cực. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng 2018 có thể trở lại với 2 chữ số, sau khi đã mất vài năm chịu ảnh hưởng của việc di dời sản xuất giữa nhà máy cũ và mới, một số sổ đăng ký thuốc hết hiệu lực không đăng ký lại được, tái cơ cấu hệ thống bán hàng và logistic, thay đổi cách ghi nhận kế toán. Tăng trưởng doanh thu thuần 2018 được dự phóng ở 11,3% n/n đạt 4.416 tỷ đồng và LNTT tăng 10,7% n/n đạt 814 tỷ đồng. Tăng trưởng LNST sẽ tiếp tục được hỗ trợ bởi chính sách ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp trong 15 năm (bắt đầu từ năm 2015) cho nhà máy tại KCN Tân Phú Thạnh. Cho năm 2018, chúng tôi dự báo LNST của công ty là 781 tỷ đồng (+7,3%).

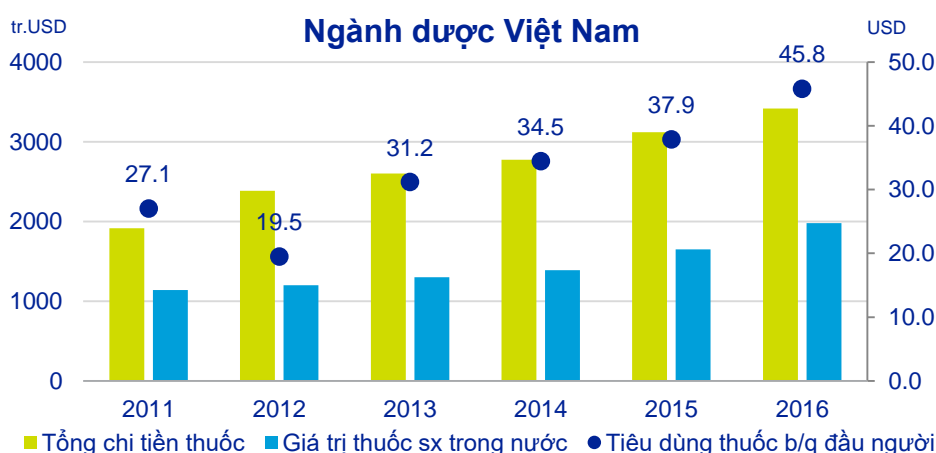
Công ty có các chỉ số tài chính tốt với tỷ lệ nợ ròng/EBITDA -1,5x (tức có tiền mặt ròng), dòng tiền hoạt động kinh doanh tích cực, ROE 24,2% và ROA 18,2% ước tính trong 2017. Kết hợp phương pháp DCF và phương pháp P/E (với P/E mục tiêu là 20,7 lần), chúng tôi định giá cổ phiếu ở mức 103.902đ/cp.

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
DT thuần (tỷ đồng)	3.608	3.783	3.970	4.416	5.054
Tăng trưởng (%)	-7,8%	4,9%	4,9%	11,3%	14,4%
EBITDA (tỷ đồng)	706	809	770	842	956
Tăng trưởng (%)	-4,5%	14,6%	-4,8%	9,3%	13,5%
LN ròng (tỷ đồng)	589	710	725	778	850
Tăng trưởng LN (%)	10,4%	20,6%	2,0%	7,4%	9,3%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	3.838	4.780	4.877	5.236	5.723
Tăng trưởng (%)	11,3%	24,5%	2,0%	7,4%	9,3%
ROE (%)	24,6%	26,5%	24,2%	23,7%	23,3%
ROA (%)	17,2%	19,4%	18,2%	19,1%	20,4%
Nợ ròng/EBITDA (x)	-0,9	-1,2	-1,5	-1,6	-1,7
EV/EBITDA (x)	20,0	17,4	18,3	16,7	14,7
EV/Doanh thu (x)	3,9	3,7	3,5	3,2	2,8
P/E (x)	30,0	24,1	23,6	22,0	20,1
P/B (x)	4,0	3,5	4,8	4,4	3,9
Cổ tức (đồng)	3.500	3.500	3.500	3.500	3.500
Suất sinh lợi cổ tức (%)	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%

Tổng quan ngành

Được xếp vào nhóm những nước có ngành dược mới nổi (Pharmerging*) theo IMS – động lực tăng trưởng của ngành dược thế giới, tổng chi tiêu thuốc của Việt Nam đã tăng với tốc độ CAGR 5 năm (2011-2016) là 12%, trong khi tiêu dùng thuốc bình quân đầu người tăng 1,7 lần, từ 27,1\$/người/năm năm 2011 lên 45,8\$/người/năm năm 2016. Tuy nhiên, con số này chỉ mới bằng một nửa so với mức trung bình của các thị trường dược phẩm mới nổi, cho thấy vẫn còn nhiều khả năng tăng trưởng, do nhu cầu chăm sóc sức khỏe tăng cũng như nhiều vấn đề sức khỏe phát sinh như một hệ quả của việc tăng trưởng kinh tế, dân số lớn, ô nhiễm môi trường, v.v ...

(*): theo báo cáo *Triển vọng dược phẩm toàn cầu đến năm 2021* của IMS Health, các thị trường dược phẩm mới nổi bao gồm 21 quốc gia có GDP bình quân đầu người 2016 <30.000 \$ và dự báo giá trị tăng trưởng 5 năm > 1 tỷ \$ trong giai đoạn 2017-2021.



Nguồn: Tổng cục thống kê, Niên giám y tế, BCTN DHG 2016

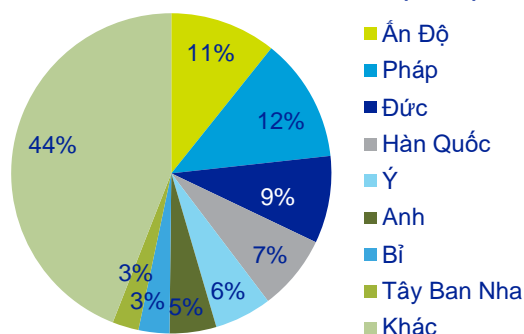
Theo hệ thống phân loại các giai đoạn phát triển khác nhau của WTO và UNCTAD đối với ngành dược thế giới, ngành dược Việt Nam thường được xếp trong khoảng nhóm 2 và 3 (*), nghĩa là có thể sản xuất một số loại thuốc generic và có khả năng xuất khẩu. Giống như hầu hết các thị trường dược mới nổi khác, đa số sản phẩm thuốc trong nước là thuốc generic - nhưng vẫn chưa phải là những generic đầu tiên - trong khi các loại thuốc phát minh chủ yếu là thuốc nước ngoài. Sản xuất trong nước chỉ mới đáp ứng khoảng một nửa nhu cầu tiêu dùng thuốc tại Việt Nam và phải nhường phần còn lại cho các công ty nước ngoài. Pháp, Ấn Độ, Đức, Hàn Quốc và Ý là 5 nước xuất khẩu thuốc lớn nhất vào Việt Nam. Giá trị thuốc nhập khẩu đã tăng với tốc độ CAGR 5 năm (2011-2016) là 10,9%, đạt 2,56 tỷ \$ trong 2016.

*: Theo phân loại của Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO) và Hội nghị về Thương mại và Phát triển của Liên hiệp quốc (UNCTAD), có 4 mức độ phát triển cho ngành dược thế giới: (1) Không có ngành dược phẩm - hoàn toàn phụ thuộc vào nhập khẩu; (2) Sản xuất một số loại thuốc generic nhưng phụ thuộc nhiều vào nhập khẩu; (3) Có nền công nghiệp dược trong nước, sản xuất được một số loại thuốc generic và có khả năng xuất khẩu nhỏ; (4) Phát triển cao, có nền tảng nghiên cứu vững chắc.

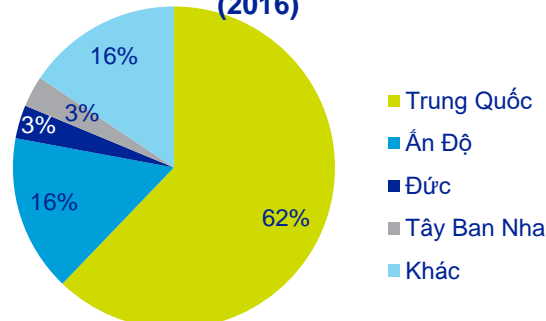
Sự phụ thuộc lớn vào nguồn nguyên vật liệu nhập khẩu do nguồn cung trong nước kém phát triển cũng là tình hình chung của các công ty dược Việt Nam, đặc biệt là mảng tân dược. Với hơn 80% nguyên liệu được nhập khẩu, các công ty dược trong nước có thể khó tránh khỏi những ảnh hưởng do dao động giá cả, nguồn cung và tỷ giá. Trong

2016, Việt Nam nhập khẩu 381 triệu \$ nguyên phụ liệu dược phẩm, phần lớn từ Trung Quốc, Ấn Độ.

Nước xuất khẩu thuốc vào VN (2016)



Nước xuất khẩu nguyên liệu dược vào VN (2016)



Nguồn: Niên giám thống kê hải quan và trang web Tổng cục hải quan

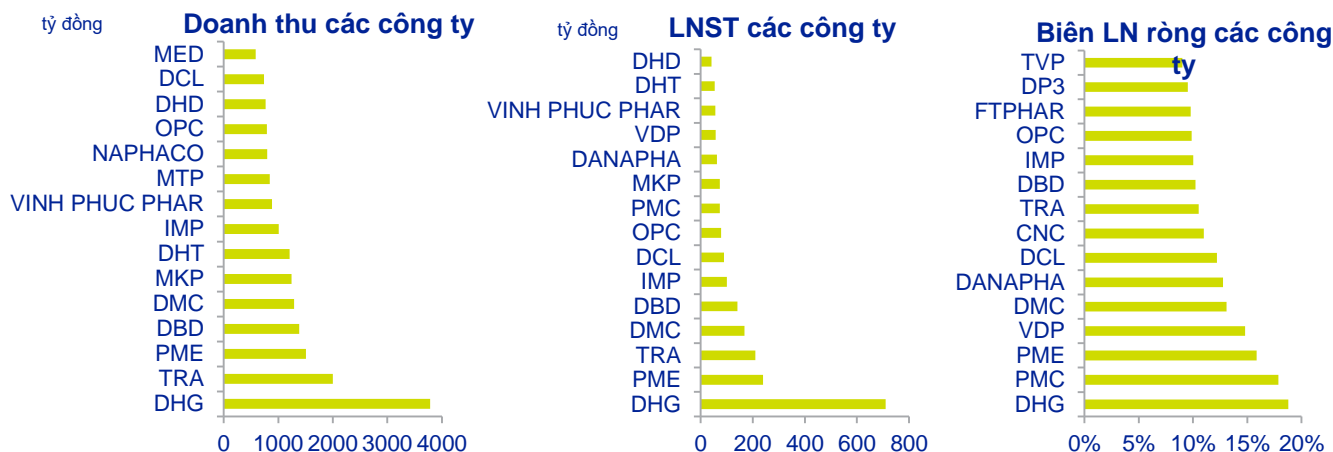
Phân phối dược phẩm tại Việt Nam được thực hiện thông qua 2 kênh gồm ETC (kênh bệnh viện, phòng khám) và OTC (kênh thương mại thông qua các đại lý, nhà phân phối và nhà thuốc). Thử thách lớn cho các doanh nghiệp dược ở kênh ETC là phải thỏa mãn các quy định về đấu thầu thuốc và ở kênh OTC là làm thế nào phát triển được một mạng lưới bán hàng rộng khắp.

WHO-GMP là tiêu chuẩn sản xuất phổ biến nhất tại Việt Nam, với 200 cơ sở sản xuất trong nước được chứng nhận tính đến tháng 10/2017. Trong khi đó, với những tiêu chuẩn kỹ thuật nghiêm ngặt hơn mà không nhiều nhà sản xuất dược Việt Nam có thể thỏa mãn, thuốc được sản xuất trên các dây chuyền EU-GMP có thể có giá tốt hơn, khả năng thắng thầu cao hơn và dễ đạt yêu cầu xuất khẩu. Pymepharco (HSX: PME) và Imexpharm (HSX: IMP) hiện là 2 nhà sản xuất dược phẩm duy nhất của Việt Nam (theo góc độ luật Việt Nam) có dây chuyền sản xuất đạt tiêu chuẩn này.

CTCP Dược Hậu Giang

Dẫn đầu các nhà sản xuất dược trong nước

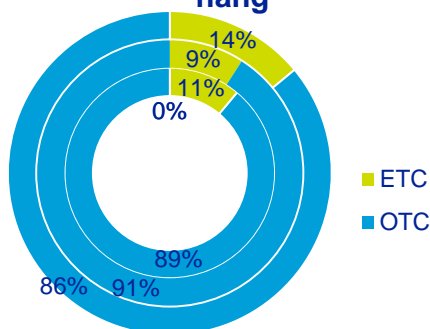
DHG là công ty lớn nhất cả về doanh thu và LNST trong số các nhà sản xuất dược phẩm Việt Nam và là nhà sản xuất dược nội địa duy nhất có mặt trong 5 công ty dược hàng đầu có hoạt động tại Việt Nam, gồm Sanofi, GSK, Astrazeneca, DHG và Novartis.



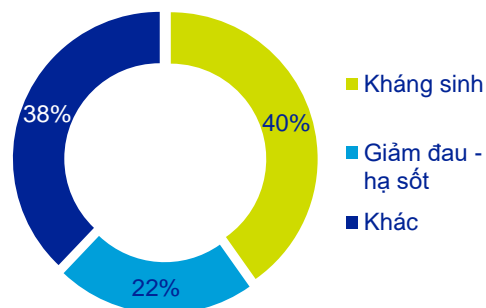
Nguồn: số liệu các công ty năm 2016

DHG chọn thị trường OTC là kênh bán hàng trọng tâm (chiếm 86% doanh thu 2016) với lợi thế là hệ thống phân phối rộng khắp cả nước gồm 35 chi nhánh, hơn 25000 khách hàng và gần đây còn có các đối tác bán lẻ hiện đại như siêu thị/trung tâm thương mại/cửa hàng tiện lợi (vd: Aeon Mall, Big C, Guardian). Đóng góp của kênh ETC là 14% trong năm 2016 và công ty dự kiến sẽ duy trì tỷ trọng này ở mức trên 10% trong những năm tiếp theo.

Doanh thu theo kênh bán hàng



Doanh thu theo sản phẩm



Nhóm có đóng góp lớn nhất trong danh mục sản phẩm của DHG là dược phẩm (chiếm 65% tổng doanh thu thuần) với 2 loại thuốc chính là kháng sinh và giảm đau - hạ sốt. Hapacol (hạ sốt), Haginat (kháng sinh), Klamentin (kháng sinh) và Apitim (huyết áp) là những nhãn hàng chủ đạo của DHG có doanh thu trên 100 tỷ đồng mỗi sản phẩm trong 2016. Trong đó, công ty đặt mục tiêu sẽ tăng doanh thu Hapacol từ 640 tỷ đồng năm 2016 lên 1.000 tỷ đồng vào năm 2020. Ngoài dược phẩm, danh mục sản phẩm của DHG còn có sản phẩm thực phẩm chức năng-mỹ phẩm (chiếm 10% doanh thu và dự kiến sẽ tăng lên 12% vào năm 2020) và các hoạt động khác (mua bán nguyên liệu, bao bì, thành phần thảo dược, du lịch, v.v...; 24%). Để tạo sự khác biệt với các sản phẩm tương tự trên thị trường nội địa, DHG định hướng tập trung vào các sản phẩm có nguồn gốc tự nhiên thông qua hợp tác với Viện Công nghệ sinh học (thuộc Viện Hàn lâm Khoa học và Công nghệ Việt Nam).

Chào đón đối tác chiến lược mới

Tháng 7/2016, công ty TNHH Dược phẩm Taisho (Taisho) chính thức trở thành cổ đông lớn của DHG sở hữu 24,4% và mong muốn tăng tỷ lệ này hơn nữa để hợp nhất báo cáo tài chính. Taisho là công ty dược phẩm nổi tiếng nắm giữ thị phần lớn trên thị trường thuốc OTC ở Nhật Bản cùng nhiều công ty con trong khu vực châu Á. Thông qua khoản đầu tư này, Taisho có thể tận dụng mạng lưới phân phối rộng khắp của DHG để đưa thêm sản phẩm vào Việt Nam. Đổi lại, DHG có thể được hỗ trợ về i) các hoạt động R&D. Taisho có bộ phận R&D mạnh và hữu ích để DHG phát triển các hoạt động R&D, ii) phát triển thị trường xuất khẩu mới (vd: Malaysia, Indonesia), và iii) bổ sung các sản phẩm của Taisho vào danh mục phân phối của DHG. DHG có quyền lựa chọn các sản phẩm phù hợp để phân phối mà không xung đột với danh mục sản phẩm hiện tại. Với vị trí vững chắc, kinh nghiệm phong phú và chuyên môn của Taisho, chúng tôi hy vọng sự hợp tác này sẽ giúp DHG cải thiện về nhiều mặt.

ĐHCĐ bất thường vào tháng 7/2017 đã thông qua việc nâng khả năng sở hữu nước ngoài tại DHG lên 100%, đây được coi là mở đường cho Taisho tăng sở hữu tại DHG.

Về hạn chế tỷ lệ sở hữu nước ngoài đối với hoạt động phân phối dược phẩm, công ty cho biết đã có những phương án điều chỉnh hoạt động kinh doanh để đáp ứng yêu cầu nói room nhưng vẫn hạn chế ảnh hưởng đến hoạt động chung và đang chờ các ban ngành liên quan xem xét. Tuy nhiên, cho đến hiện tại vẫn chưa có chấp thuận chính thức.

Hưởng lợi từ ưu đãi thuế

DHG hiện có 2 cơ sở sản xuất, một ở KCN Tân Phú Thành (tỉnh Hậu Giang) và một ở TP Cần Thơ (nơi đặt trụ sở của DHG). Cả hai đều đạt chuẩn WHO-GMP. Theo kế hoạch ban đầu, nhà máy cũ ở TP Cần Thơ sẽ được sử dụng để sản xuất thảo dược sau khi chuyển phần hóa dược sang nhà máy Tân Phú Thành. Tuy nhiên việc phân bổ sản xuất giữa 2 nhà máy này đang được xem xét thêm nhằm thỏa mãn yêu cầu nói room.

Nhà máy Tân Phú Thành bao gồm xưởng non- betalactam và betalactam (tổng công suất thiết kế 5 tỷ đơn vị sản phẩm/năm), lần lượt đi vào hoạt động từ năm 2014 và cuối năm 2016, với doanh thu 2016 là 1.156 tỷ đồng và LNST 498 tỷ đồng. Nhà máy này được hưởng chính sách ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp trong 15 năm (bắt đầu từ năm 2015) với thuế suất 0% trong 4 năm đầu, 5% trong 9 năm tiếp theo và 10% trong 2 năm còn lại. Trong năm 2015-2016, tổng số tiền thuế tiết kiệm được cho công ty là 136 tỷ đồng. Nếu không có chính sách ưu đãi này, tăng trưởng LNST của công ty trong 3 năm qua có lẽ đã không phải là những con số tích cực, khi mà LNTT tăng trưởng chậm. Chúng tôi tiếp tục phản ánh ưu đãi này trong những năm tới. Ước tính của công ty cho thấy, thuế suất thuế TNDN trên báo cáo tài chính hợp nhất sẽ chỉ là 4% cho năm 2018 và tăng lên 8% trong 2 năm tiếp theo.

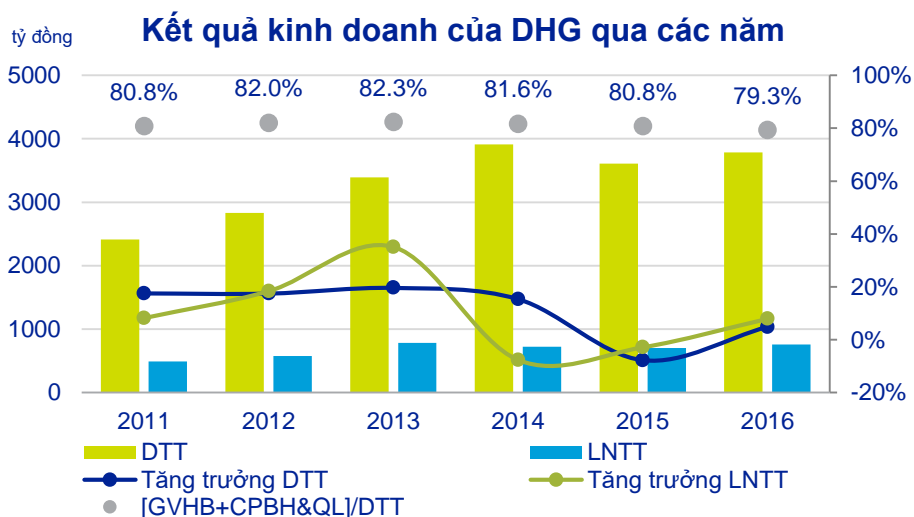
Đáng chú ý, dưới sự tư vấn của Taisho, DHG đã nâng cấp dây chuyền sản xuất thuốc sủi bọt tại nhà máy Tân Phú Thành từ tiêu chuẩn WHO-GMP lên chuẩn PIC/S-GMP (tổng mức đầu tư 35 tỷ đồng) và dự kiến sẽ đạt được chứng nhận này trong quý 1/2018. Mục đích nâng cấp là nhằm i) nâng cao năng lực cạnh tranh trong đấu thầu. Tuy nhiên, chúng tôi không chắc liệu mục đích này có thể đạt được hay không, vì dự thảo sửa đổi thông tư hướng dẫn đấu thầu thuốc gần đây đã đề xuất rằng thuốc đạt PIC/S-GMP sẽ không còn được đấu thầu trong nhóm 2 cùng với thuốc đạt chuẩn EU-GMP như trước, ii) giúp các sản phẩm xuất khẩu đáp ứng tiêu chuẩn của các nước nhập khẩu, trước hết là có thể Malaysia (nơi Taisho có công ty con) và iii) đáp ứng điều kiện hợp tác sản xuất với các đối tác nước ngoài trong tương lai.

Tăng trưởng hai chữ số sẽ trở lại?

Lịch sử tăng trưởng của công ty từ 2011-2016 thể hiện hai xu hướng khác nhau, tăng trưởng hai chữ số hàng năm trong nửa thời gian đầu giống như giai đoạn trước đó, nhưng tăng trưởng một chữ số trong nửa thời gian còn lại. Theo đó, CAGR doanh thu thuần và LNTT trong giai đoạn này chỉ đạt 9,4% và 9,1%, tương ứng ghi nhận 3.783 tỷ đồng và 757 tỷ đồng vào năm 2016. Doanh thu tự sản xuất đóng góp 80% doanh thu thuần và 95% lợi nhuận gộp, trong khi các hoạt động thương mại chiếm phần còn lại. Tỷ lệ [Giá vốn hàng bán + chi phí BH&QL]/doanh thu thuần - chúng tôi sử dụng tỷ lệ này để trung hòa những tác động của Thông tư 200 đối với việc ghi nhận những chi phí này - dao động trong khoảng 79%-82% trong 2011-2016.

Tốc độ tăng trưởng chậm lại trong những năm gần đây chủ yếu ảnh hưởng bởi việc di dời sản xuất giữa nhà máy cũ và mới, một số số đăng ký thuốc hết hiệu lực không đăng

ký lại được, tái cơ cấu hệ thống bán hàng và logistic, thay đổi cách ghi nhận kế toán. Những nguyên nhân này vẫn tiếp tục ảnh hưởng khiến doanh thu thuần 9T2017 chỉ tăng 3,9% n/n, đạt 2.710 tỷ đồng, trong khi LNTT giảm 3,3% n/n, xuống còn 496 tỷ đồng. Với ngắn ấy thời gian cho việc sắp xếp lại hoạt động kinh doanh, chúng tôi cho rằng công ty cần thúc đẩy tăng trưởng hai chữ số quay trở lại từ năm 2018, mặc dù không phải là những con số nổi bật trước áp lực cạnh tranh ngày càng tăng, nếu không, kế hoạch kinh doanh 5 năm của công ty (2016-2020) sẽ phải điều chỉnh giảm đáng kể.



Mặc dù hầu hết các nguyên liệu được nhập khẩu, từ Châu Âu (Tây Ban Nha, Hà Lan, Đức, Ý, v.v...) và Châu Á (Ấn Độ, Trung Quốc, Thái Lan, Indonesia ...) nhưng DHG duy trì được khả năng đàm phán tốt cũng như đảm bảo nguồn cung. Trong những năm tới, chúng tôi giả định tỷ lệ [Giá vốn hàng bán + chi phí BH&QL]/doanh thu thuần có thể ổn định hơn quanh mức 81-82%.

Tóm lại, cho năm 2018, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của công ty đạt 4.416 tỷ đồng, tăng 11,3% n/n, và LNTT đạt 814 tỷ đồng, tăng 10,7% n/n. 2018 cũng đánh dấu nhân sự điều hành mới tại DHG khi bà Phạm Thị Việt Nga, người thuyền trưởng của công ty kể từ những ngày đầu thành lập, vừa nghỉ hưu từ tháng 9/2017 nhưng vẫn là thành viên HĐQT. Ông Đoàn Đình Duy Khương, người từng giữ vị trí Phó Tổng Giám đốc, được bổ nhiệm làm Quyền Tổng Giám đốc và là đại diện hợp pháp của DHG trong vòng 6 tháng kể từ ngày 1/9/2017.

Định giá

DHG là một trong số các công ty niêm yết uy tín được đánh giá tốt về tính minh bạch, quản trị doanh nghiệp và sức khỏe tài chính, với tỷ lệ nợ ròng/EBITDA là -1,5x (tức có tiền mặt ròng), dòng tiền từ hoạt động kinh doanh tích cực, ROE 24,2% và ROA 18,2% ước tính cho năm 2017. Kết hợp phương pháp định giá DCF và phương pháp P/E (với P/E mục tiêu là 20,7x, sử dụng các công ty so sánh trong khu vực thị trường mới nổi châu Á Thái Bình Dương), chúng tôi định giá cổ phiếu ở mức 103.902đ/cp.

Phương pháp định giá	Giá	Tỷ trọng
DCF	99.412	50%
P/E	108.392	50%
Giá mục tiêu	103.902	

So sánh P/E

Mã CK	Tên công ty	Vốn hóa (tỷ đồng)	P/E
000908 CH Equity	HUNAN JINGFENG PHARMACEUTI-A	18.686	19,5
1681 HK Equity	CONSUN PHARMACEUTICAL GROUP	17.985	15,8
603669 CH Equity	LIONCO PHARMACEUTICAL GROU-A	17.877	34,1
2877 HK Equity	CHINA SHINEWAY PHARMACEUTICA	17.613	10,2
300702 CH Equity	ZHEJIANG TIANYU PHARMACEUT-A	17.165	30,3
600479 CH Equity	ZHUZHOU QIANJIN PHARMACEUT-A	16.718	26,5
000640 KS Equity	DONG-A SOCIO HOLDINGS CO LTD	16.694	15,6
300119 CH Equity	TIANJIN RINGPU BIO-TECHNOL-A	16.634	35,2
FDCLT IN Equity	FDC LTD	15.574	23,3
900904 CH Equity	SHANGHAI SHENQI PHARMACE-B	15.132	23,8
000919 CH Equity	JINLING PHARMACEUTICAL-A	15.120	25,6
300583 CH Equity	SHANDONG SITO BIOTECHNOLOG-A	14.676	31,4
300497 CH Equity	JIANGXI FUSHINE PHARMACEUT-A	13.981	20,7
ABOT PA Equity	ABBOTT LABORATORIES PAKISTAN	13.778	15,7
002688 CH Equity	JINHE BIOTECHNOLOGY CO LTD-A	13.670	28,1
603168 CH Equity	ZHEJIANG SHAPU AISI PHARMAC-A	12.715	18,3
000952 CH Equity	HUBEI GUANGJI PHARMACEUT-A	12.556	36,5
TSPC IJ Equity	TEMPO SCAN PACIFIC TBK PT	12.512	14,4
GRAN IN Equity	GRANULES INDIA LTD	12.499	18,5
P/E trung bình (theo tỷ trọng vốn hóa)			20,7
DHG VN Equity	DHG PHARMACEUTICAL JSC	15.036	23,8

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ DHG	Giá hiện tại (đồng):	115.000	Giá mục tiêu (đồng):	103.902	Vốn hóa (tỷ đồng):	15.036
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
Doanh thu thuần	3.608	3.783	3.970	4.416	5.054	5.739
<i>Tăng trưởng (%)</i>	<i>-7,8%</i>	<i>4,9%</i>	<i>4,9%</i>	<i>11,3%</i>	<i>14,4%</i>	<i>13,6%</i>
GVHB trừ khấu hao	2.105	1.976	2.088	2.332	2.671	3.041
Chi phí bán hàng	458	632	702	795	925	1.062
Chi phí quản lý doanh nghiệp	262	297	340	378	433	491
Doanh thu tài chính	4	3	3	4	4	4
Chi phí tài chính	81	72	73	73	74	75
EBITDA	706	809	770	842	956	1.075
<i>Tỷ suất EBITDA (%)</i>	<i>19,6%</i>	<i>21,4%</i>	<i>19,4%</i>	<i>19,1%</i>	<i>18,9%</i>	<i>18,7%</i>
Khấu hao	90	94	95	102	109	116
Lợi nhuận từ HĐKD	616	715	675	740	847	958
<i>Biên LN HĐKD (%)</i>	<i>17,1%</i>	<i>18,9%</i>	<i>17,0%</i>	<i>16,8%</i>	<i>16,8%</i>	<i>16,7%</i>
Lợi nhuận/Lỗ khác	64	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Lợi nhuận/Lỗ từ công ty LDLK	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Chi phí lãi vay ròng	(22)	(42)	(60)	(74)	(81)	(92)
<i>Lãi suất trung bình</i>	<i>3,5%</i>	<i>5,2%</i>	<i>5,8%</i>	<i>5,9%</i>	<i>5,4%</i>	<i>4,7%</i>
<i>Hệ số thanh toán lãi vay (x)</i>	<i>-28,4</i>	<i>-17,0</i>	<i>-11,2</i>	<i>-10,0</i>	<i>-10,4</i>	<i>-10,4</i>
Thuế	109	44	7	33	74	84
<i>Thuế suất thực tế (%)</i>	<i>17,0%</i>	<i>5,7%</i>	<i>1,0%</i>	<i>4,0%</i>	<i>8,0%</i>	<i>8,0%</i>
Lợi ích CĐTS	4	3	3	3	3	3
Lợi nhuận ròng	589	710	725	778	850	963
Tiền mặt đạt được	679	804	820	880	960	1.079
Tổng số lượng cổ phiếu	87.164.330	87.164.330	130.746.071	130.746.071	130.746.071	130.746.071
EPS (VND)	5.757	7.170	4.877	5.236	5.723	6.483
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)	0,67	0,67	1,00	1,00	1,00	1,00
EPS hiệu chỉnh (VND)	3.838	4.780	4.877	5.236	5.723	6.483
<i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh (%)</i>	<i>11,3%</i>	<i>24,5%</i>	<i>2,0%</i>	<i>7,4%</i>	<i>9,3%</i>	<i>13,3%</i>

CÁC KHOẢN MỤC ĐCKT VÀ DÒNG TIỀN	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
Thay đổi vốn lưu động	92	6	68	95	88	-71
Capex	148	125	106	106	106	106
Đầu tư vào cty liên kết, liên doanh	-1	0	0	0	0	0
Các khoản mục dòng tiền khác	-84	-109	0	0	0	0
Dòng tiền tự do	355	564	646	678	765	1.045
Phát hành cp	-16	36	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	262	306	458	458	458	458
Thay đổi nợ ròng	-77	-294	-188	-221	-307	-587
Nợ ròng cuối năm	-658	-952	-1.140	-1.361	-1.668	-2.255
Vốn CSH	2.501	2.860	3.127	3.447	3.840	4.346
Giá trị sổ sách/cp (VND)	28.765	32.812	23.917	26.368	29.371	33.238
Nợ ròng / VCSH (%)	-26,3%	-33,3%	-36,5%	-39,5%	-43,4%	-51,9%
Nợ ròng / EBITDA (x)	-0,9	-1,2	-1,5	-1,6	-1,7	-2,1
Tổng tài sản	3.363	3.950	4.029	4.129	4.214	4.133

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
ROE (%)	24,6%	26,5%	24,2%	23,7%	23,3%	23,5%
ROA (%)	17,2%	19,4%	18,2%	19,1%	20,4%	23,1%
ROIC (%)	32,3%	36,1%	34,7%	35,3%	36,9%	41,7%
WACC (%)	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
EVA (%)	17,3%	21,1%	19,7%	20,3%	21,9%	26,7%
PER (x)	30,0	24,1	23,6	22,0	20,1	17,7
EV/EBITDA (x)	20,0	17,4	18,3	16,7	14,7	13,1
EV/FCF (x)	39,6	25,0	21,8	20,8	18,4	13,5
PBR (x)	4,0	3,5	4,8	4,4	3,9	3,5
PSR (x)	4,2	4,0	3,8	3,4	3,0	2,6
EV/sales (x)	3,9	3,7	3,5	3,2	2,8	2,5
PEG	2,4	2,1	3,8	2,2	1,9	1,6
Suất sinh lợi cổ tức (%)	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%

LIÊN HỆ

Trụ sở chính

41, Mạc Đĩnh Chi Q.1, TPHCM
Tel: (+84 28) 3823 4159
Fax: (+84 28) 3823 5060

Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3942 9395
Fax: (+84 4) 3942 9407

PHÒNG PHÂN TÍCH

Trưởng bộ phận – Phân tích Cơ bản

Nguyễn Bình Thanh Giao

(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)

giaonbt@acbs.com.vn

CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ

Lương Thị Kim Chi

(+84 28) 3823 4159 (ext: 327)

chiltk@acbs.com.vn

CVPT – Thép, Logistics, Nông nghiệp, Điện

Trần Thị Hải Yến

(+84 28) 3823 4159 (ext: 326)

yentran@acbs.com.vn

CVPT – Bất động sản

Phạm Thái Thanh Trúc

(+84 28) 3823 4159 (ext: 303)

trucptt@acbs.com.vn

NVPT – Dầu khí

Phan Việt Hưng

(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)

hungpv@acbs.com.vn

NVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ

Trần Nhật Trung

(+84 28) 3823 4159 (ext: 351)

trungtn@acbs.com.vn

NVPT – Thép, Điện

Nguyễn Trí Cường

(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)

cuongnt@acbs.com.vn

NVPT – Logistics, Nhựa

Trịnh Viết Hoàng Minh

(+84 28) 3823 4159 (ext: 352)

minhtvh@acbs.com.vn

NVPT – Kinh tế Vĩ mô, Thị trường Trái phiếu

Trần Vi Phúc

(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)

phuctv@acbs.com.vn

KHOİ KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Giám đốc Khối Khách hàng Định chế

Tyler Cheung

(+84 28) 54 043 070

tyler@acbs.com.vn

Giám đốc PTKH

Đặng Mạnh Hùng

(+84 28) 3823 4798

hungdm@acbs.com.vn

Chuyên viên cao cấp

PTKH

Phan Hồng Diệp

(+84 28) 3823 4159 (ext: 307)

diepph@acbs.com.vn

Trưởng bộ phận

GDKHĐC

Huỳnh Thị Mỹ Hạnh

(+84 28) 5404 6632

hanhhtm@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Nguyễn Xuân Hằng

(+84 28) 38234160

hangnx@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Trần Thị Thanh

(+84 28) 54046626

thanhtt@acbs.com.vn

KHUYẾN CÁO

Nguyên Tắc Khuyến Nghị

GIỮ: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn 0-15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

MUA: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

BÁN: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -15%.

Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đây.

Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó. Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này.

Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này. Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2018). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.