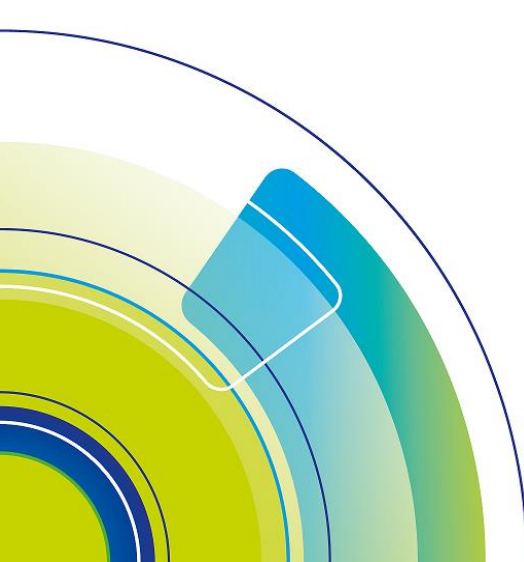




Cập nhật DHG – GIỮ

Ngày 23/05/2019



Lương Thị Kim Chi

(+84 28) 3823 4159 – Ext: 327

chilkt@acbs.com.vn

Báo cáo cập nhật

Khuyến nghị

GIỮ

HSX: DHG

Dược phẩm

Giá mục tiêu (VND) **95.751**

Giá hiện tại (VND) **115.700**

Tỷ lệ tăng giá -17,4%

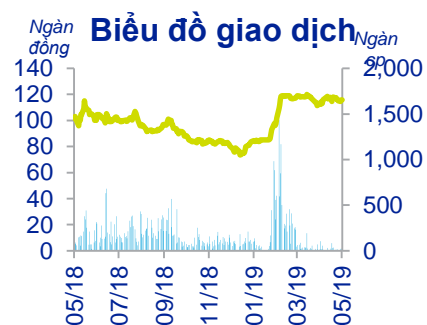
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng 3,0%

Tổng tỷ suất lợi nhuận -14,4%

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	49,2	3,3	20,7	14,8
Tương đối	38,5	1,0	20,4	15,8

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

SCIC	43,3%
Taisho Pharmaceutical Co., Ltd.	51,0%

Thông kê 22/05/19

Mã Bloomberg **DHG VN**

Thấp/Cao 52 tuần (VND) 72.700-121.000

SL lưu hành (triệu cp) 131

Vốn hóa (tỷ đồng) 15.153

Vốn hóa (triệu USD) 648

Room khối ngoại còn lại (%) 45,8

Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%) 5,6

KLGD TB 3 tháng (cp) 180.490

VND/USD 23.450

Index: VNIndex / HNX 983,7/106,1

CTCP DƯỢC HẬU GIANG (DHG VN)

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **GIỮ** cho cổ phiếu này với ước tính mức tăng trưởng khiêm tốn tiếp tục trong năm 2019.

DHG công bố doanh thu thuần **2018** đạt 3.882 tỷ đồng, giảm 4,4% n/n. Kết quả này là do doanh thu từ các hoạt động thương mại và khác giảm 46% n/n, mặc dù doanh thu từ hoạt động tự sản xuất tăng 3,8% n/n (so với mức tăng trưởng của ngành ~ 8%). LNTT và LNST của công ty lần lượt tăng 1,7% và 1,3% n/n, đạt 732 tỷ đồng và 651 tỷ đồng. Biên lợi nhuận cải thiện nhờ biên lợi nhuận gộp mở rộng sau khi dừng một số hoạt động thương mại nhằm đáp ứng yêu cầu gỡ bỏ giới hạn sở hữu nước ngoài (từ 49% lên 100%; đã chính thức được cho phép từ đầu tháng 7/2018), trong khi tỷ lệ CPBH&QL/doanh thu tăng lên 26% từ mức 25,8% trong 2017.

Trong **Q1/2019**, DHG ghi nhận 767 tỷ đồng doanh thu thuần, giảm 15,6% n/n; trong đó doanh thu tự sản xuất hầu như không đổi so với cùng kỳ năm ngoái. Biên lợi nhuận gộp đạt 43,9% so với 41,7% trong Q1/2018, trong khi tỷ lệ CPBH&QL/doanh thu tăng lên mức 24,7% so với 22,6% trong cùng kỳ, do tỷ lệ chi phí quản lý chung ở mức cao. LNTT và LNST tương ứng giảm 10,2% và 20,9% n/n, ghi nhận 153 tỷ đồng và 135 tỷ đồng.

Sự sụt giảm doanh thu thuần và LNTT trong Q 1/2019 chủ yếu được giải thích do công ty không còn phân phối Eugica và các sản phẩm của MSD, trong khi trong 2018 các sản phẩm này vẫn đem về doanh thu cho đến tháng 4 và tháng 6 trước khi mở room. Tuy nhiên, kết quả không mấy tích cực của hoạt động tự sản xuất là lý do chính khiến chúng tôi khá thận trọng về triển vọng tăng trưởng của công ty trong năm 2019. Trong khi đó, mức giảm của LNST xuất phát từ việc thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp áp dụng cho chi nhánh nhà máy Dược phẩm DHG (tại Hậu Giang) sẽ là 5% trong năm 2019, thay vì 0% trong năm 2018 (nhà máy này được ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp trong 15 năm kể từ năm 2015, với thuế suất 0% trong 4 năm đầu tiên, 5% trong 9 năm tiếp theo và 10% cho 2 năm còn lại).

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
DT thuần (tỷ đồng)	4.063	3.882	3.814	4.234	4.778
Tăng trưởng	7,4%	-4,4%	-1,8%	11,0%	12,9%
EBITDA (tỷ đồng)	759	731	753	835	939
Biên EBITDA	18,7%	18,8%	19,7%	19,7%	19,7%
LN ròng (tỷ đồng)	642	653	659	732	827
Tăng trưởng LN	-6,3%	1,6%	0,9%	11,1%	13,0%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	4.422	4.494	4.533	5.037	5.694
Tăng trưởng	-1,3%	1,6%	0,9%	11,1%	13,0%
ROE	23,0%	22,2%	20,4%	21,1%	21,8%
ROA	16,0%	15,7%	15,4%	16,5%	17,9%
ROIC	33,0%	30,4%	26,9%	28,1%	29,5%
Nợ ròng / EBITDA (x)	-1,3	-1,3	-1,4	-1,4	-1,4
EV/EBITDA (x)	18,7	19,4	18,8	17,0	15,1
EV/Sales (x)	3,5	3,7	3,7	3,3	3,0
P/E (x)	26,2	25,8	25,6	23,0	20,4
P/B (x)	5,5	4,8	4,5	4,2	3,8
Cổ tức (đồng)	3.000	3.500	3.500	3.500	3.500
Suất sinh lợi cổ tức	2,6%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%

Việc gỡ bỏ giới hạn sở hữu nước ngoài đã mở đường cho công ty TNHH Dược phẩm Taisho (Taisho) tăng sở hữu tại DHG. Tính đến ngày 20/5/2019, Taisho đang nắm giữ 51,01% cổ phần của DHG. Như đã đề cập trong các báo cáo trước đây của chúng tôi, sự hiện diện của Taisho có thể hỗ trợ DHG cải thiện nhiều mặt, ví dụ như nâng cấp tiêu chuẩn sản xuất của nhà máy, phát triển thị trường mới và các hoạt động R&D - mặc dù những tương tác về hoạt động R&D vẫn chưa rõ ràng - cải thiện quy trình vận hành, v.v... Trong cuối năm 2018 và đầu 2019, DHG đã nhận được chứng nhận tiêu chuẩn PIC/S-GMP (Malaysia) cho dây chuyền sản xuất thuốc bột sủi bọt và viên nén sủi bọt, chứng nhận tiêu chuẩn GMP-Nhật Bản cho dây chuyền sản xuất thuốc viên nén. Việc đạt được các chứng nhận này có thể giúp DHG xuất khẩu vào thị trường nước ngoài mới (đặc biệt là những nơi Taisho có chi nhánh; xuất khẩu chỉ mới đóng góp 1,6% doanh thu của DHG), nâng cao chất lượng sản phẩm, uy tín thương hiệu cũng như vị thế khi đấu thầu vào kênh bệnh viện & phòng khám. Chúng tôi kỳ vọng Taisho có thể giúp đưa kết quả kinh doanh của DHG lên những mức cao hơn, tuy nhiên, con số tăng trưởng mạnh mẽ có thể chưa xuất hiện ngay trong năm nay.

Tóm lại, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần năm **2019** của DHG ở mức 3.814 tỷ đồng (-1,8% n/n), trong đó chúng tôi kỳ vọng công ty có thể nỗ lực thúc đẩy doanh thu hoạt động tự sản xuất trong các quý còn lại để ghi nhận mức tăng trưởng ~8% cho cả năm (bao gồm giả định 1% tăng giá bán). LNTT và LNST được dự phóng ở 742 tỷ đồng và 657 tỷ đồng, tăng lần lượt 1,4% và 0,9% n/n. Kết hợp phương pháp định giá DCF và P/E, giá mục tiêu của chúng tôi cho cổ phiếu là 95.751 đồng/cổ phiếu. **GIỮ.**

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ DHG	Giá hiện tại (đồng):	115.700	Giá mục tiêu (đồng):	95.751	Vốn hóa (tỷ đồng):	15.153
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Doanh thu thuần	3.783	4.063	3.882	3.814	4.234	4.778
<i>Tăng trưởng</i>	<i>4,9%</i>	<i>7,4%</i>	<i>-4,4%</i>	<i>-1,8%</i>	<i>11,0%</i>	<i>12,9%</i>
GVHB trừ khấu hao	1.976	2.188	2.077	1.997	2.206	2.498
Chi phí bán hàng	632	732	725	712	801	909
Chi phí quản lý doanh nghiệp	297	318	286	277	316	356
Doanh thu tài chính	3	7	4	3	3	4
Chi phí tài chính	72	73	68	78	79	80
EBITDA	809	759	731	753	835	939
<i>Tỷ suất EBITDA</i>	<i>21,4%</i>	<i>18,7%</i>	<i>18,8%</i>	<i>19,7%</i>	<i>19,7%</i>	<i>19,7%</i>
Khấu hao	94	92	89	85	91	94
Lợi nhuận từ HĐKD	715	667	642	668	744	845
<i>Biên LN HĐKD</i>	<i>18,9%</i>	<i>16,4%</i>	<i>16,5%</i>	<i>17,5%</i>	<i>17,6%</i>	<i>17,7%</i>
Lợi nhuận/Lỗ khác	(0)	(3)	14	-	-	-
Lợi nhuận/Lỗ từ công ty LDLK	(0)	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
Chi phí lãi vay ròng	(42)	(57)	(76)	(74)	(80)	(88)
<i>Lãi suất trung bình</i>	<i>5,2%</i>	<i>5,8%</i>	<i>7,6%</i>	<i>7,4%</i>	<i>7,3%</i>	<i>7,2%</i>
<i>Hệ số thanh toán lãi vay (x)</i>	<i>-17,0</i>	<i>-11,7</i>	<i>-8,5</i>	<i>-9,0</i>	<i>-9,3</i>	<i>-9,6</i>
Thuế	68	77	81	85	95	107
<i>Thuế suất thực tế</i>	<i>9,0%</i>	<i>10,6%</i>	<i>11,3%</i>	<i>11,5%</i>	<i>11,5%</i>	<i>11,5%</i>
Lợi ích CĐTS	3	(0)	(2)	(2)	(2)	(2)
Lợi nhuận ròng	686	642	653	659	732	827
Tiền mặt đạt được	779	734	741	744	823	921
Tổng số lượng cổ phiếu	87.164.330	130.746.071	130.746.071	130.746.071	130.746.071	130.746.071
EPS (VND)	6.722	4.422	4.494	4.533	5.037	5.694
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)	0,67	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
EPS hiệu chỉnh (VND)	4.481	4.422	4.494	4.533	5.037	5.694
<i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh</i>	<i>16,8%</i>	<i>-1,3%</i>	<i>1,6%</i>	<i>0,9%</i>	<i>11,1%</i>	<i>13,0%</i>

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Thay đổi vốn lưu động	-13	-124	479	-30	114	154
Capex	126	43	31	155	52	52
Đầu tư vào cty liên kết, liên doanh	0	-1	0	0	0	0
Các khoản mục dòng tiền khác	-102	-321	128	-95	-98	-96
Dòng tiền tự do	564	495	359	524	559	620
Phát hành cp	36	-	-	-	-	-
Cổ tức đã trả	306	437	392	458	458	458
Thay đổi nợ ròng	-295	-58	33	-66	-102	-162
Nợ ròng cuối năm	-952	-1.011	-978	-1.044	-1.145	-1.307
Vốn CSH	2.836	2.747	3.135	3.336	3.610	3.979
Giá trị sổ sách/cp (VND)	32.531	21.013	23.976	25.512	27.609	30.436
Nợ ròng / VCSH	-33,6%	-36,8%	-31,2%	-31,3%	-31,7%	-32,9%
Nợ ròng / EBITDA (x)	-1,2	-1,3	-1,3	-1,4	-1,4	-1,4
Tổng tài sản	3.945	4.087	4.206	4.341	4.514	4.721

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
ROE	25,7%	23,0%	22,2%	20,4%	21,1%	21,8%
ROA	18,8%	16,0%	15,7%	15,4%	16,5%	17,9%
ROIC	35,0%	33,0%	30,4%	26,9%	28,1%	29,5%
WACC	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%
EVA	24,4%	22,4%	19,8%	16,4%	17,5%	18,9%
PER (x)	25,9	26,2	25,8	25,6	23,0	20,4
EV/EBITDA (x)	17,5	18,7	19,4	18,8	17,0	15,1
EV/FCF (x)	25,1	28,6	39,5	27,1	25,4	22,9
PBR (x)	3,6	5,5	4,8	4,5	4,2	3,8
PSR (x)	4,0	3,7	3,9	4,0	3,6	3,2
EV/sales (x)	3,7	3,5	3,7	3,7	3,3	3,0
PEG	4,5	67,2	5,7	3,1	2,0	1,8
Suất sinh lợi cổ tức	3,0%	2,6%	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 – Tài chính

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

CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ

Trần Nhật Trung

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

trungtn@acbs.com.vn

CVPT – Dầu khí

Phan Việt Hưng

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

hungpv@acbs.com.vn

NVPT – Công nghiệp

Trần Trí An Phúc

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

phuctta@acbs.com.vn

NVPT – Thép, Ô tô

Diệp Hoàng Long

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

longdh@acbs.com.vn

NVPT – Khối khách hàng cá nhân

Trịnh Viết Hoàng Minh

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

minhtvh@acbs.com.vn

NVPT – Kỹ thuật

Lương Duy Phước

(+84 28) 3823 4159 (x250)

phuocld@acbs.com.vn

KHOİ KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Giám đốc Khối KHĐC

Tyler Cheung

(+84 28) 54 043 070

tyler@acbs.com.vn

Chuyên viên cao cấp PTKH

Phan Hồng Diệp

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

diepph@acbs.com.vn

Giám đốc Kinh doanh KHĐC

Patrick Mitchell

(+84 28) 5404 6632

patrick@acbs.com.vn

NV Quan hệ doanh nghiệp

Lê Thị Mai Như

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

nhultm@acbs.com.vn

NV Chăm sóc khách hàng

Nguyễn Ngọc Tuyền

(+84 28) 3823 4955

tuyennn@acbs.com.vn

Trưởng bộ phận

GDKHĐC

Chu Thị Kim Hương

(+84 28) 54046630 (x308)

huongctk@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Nguyễn Thị Thanh Nhân

(+84 28) 3823 4159 (ext: 311)

nhanntt.sgn@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Trần Thị Thanh

(+84 28) 5404 6626

thanhtt@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Lý Ngọc Dung

(+84 28) 5404 6630

dungln.hso@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 (2019). 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.