

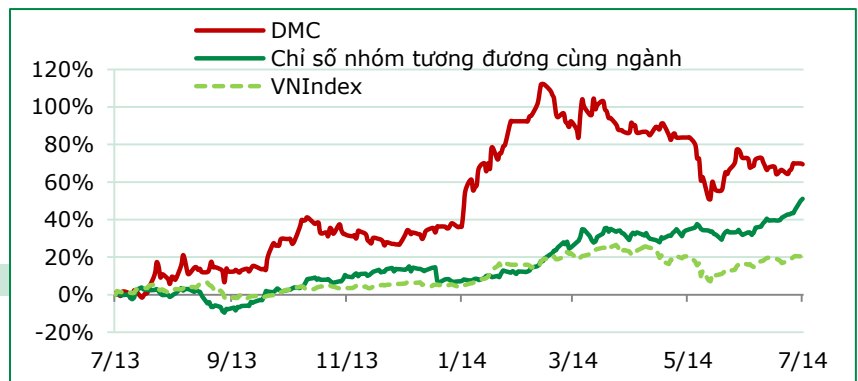
CTCP XUẤT-NHẬP KHẨU Y TẾ DOMESCO (DMC)

Tháng 7 năm 2014

BÁO CÁO CÔNG TY LẦN ĐẦU: MUA



| | | |
|-----------------------------|-------------------|--------|
| Giá hiện tại (01/07/2014): | (đồng) | 39.200 |
| Giá mục tiêu: | (đồng) | 46.400 |
| Khuyến nghị đầu tư ngắn hạn | Nằm giữ | |
| Kháng cự ngắn hạn | VND | 39.500 |
| Hỗ trợ ngắn hạn | VND | 36.500 |
| Mã Bloomberg: DMC VN | Sàn niêm yết: HSX | |
| Ngành: | Dược phẩm | |
| Beta: | 0,61 | |
| Giá cao/thấp nhất 52 tuần | 49.100 – 22.733 | |
| Số lượng cổ phiếu (triệu) | 26,7 | |
| Vốn hóa (tỷ đồng/triệu USD) | 1.047 / 49 | |
| Tỷ lệ free-float | 16,5% | |
| KLGDBQ 12 tháng (cp) | 44.721 | |
| Sở hữu nước ngoài (%) | 49,0% | |



Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với CTCP Xuất-Nhập Khẩu Y tế Domesco (DMC) trong báo cáo lần đầu này. Giá mục tiêu cho cổ phiếu DMC trong vòng 12 tháng tới theo như mô hình định giá của chúng tôi là 46.400 đồng/cổ phiếu, cao hơn 18,4% so với mức giá đóng cửa ngày 1 tháng 7 năm 2014 và có lợi suất cổ tức là 4,6%. Các nhân tố chính đằng sau khuyến nghị đầu tư nói trên là:

- ❖ DMC hiện tại là công ty niêm yết có doanh thu và vốn hóa đứng thứ 3 trong ngành dược phẩm tại Việt Nam. SCIC và CFR SA (công ty dược phẩm đa quốc gia có trụ sở chính tại Chi-lê) là hai cổ đông lớn nhất của DMC với số cổ phần tương ứng là 34,7% và 45,9%.
- ❖ Trong thời gian gần đây, CFR SA đã bắt đầu tăng cường tầm ảnh hưởng của mình đối với hoạt động điều hành và hoạch định chiến lược của DMC. Chúng tôi tin kinh nghiệm lâu năm trên thương trường quốc tế của CFR SA sẽ giúp hoạt động kinh doanh của DMC lên một tầm cao mới.
- ❖ Sản phẩm chính của DMC bao gồm các loại thuốc generic thuộc nhóm kháng sinh và tim mạch; hai nhóm này có tỷ trọng doanh thu chiếm 61% trong tổng doanh thu hàng sản xuất của DMC trong năm 2011. Hệ thống phân phối của DMC bao phủ khắp Việt Nam và bao gồm hơn 14.000 điểm bán hàng.
- ❖ So với nhóm công ty cùng ngành, mức tăng trưởng và biên lợi nhuận của DMC trong những năm gần đây chưa thật sự ấn tượng. Thêm vào đó, tốc độ tăng trưởng trong tương lai của DMC sẽ bị giới hạn bởi sản lượng sản xuất gần bằng công suất của công ty. Theo chúng tôi, đây là những rủi ro chính cho nhà đầu tư khi quyết định mua cổ phiếu này.

Giới thiệu về công ty:

Hoạt động kinh doanh chính: sản xuất (chiếm 71% doanh thu thuần năm 2013) và phân phối (28%) các mặt hàng dược phẩm và y tế.

Các sản phẩm chính: kháng sinh (năm 2011: 49%), thuốc tim mạch (12%), thuốc hô hấp (8%)

Thành phần chi phí chính: hoạt chất dược phẩm (API), chi phí đóng gói, bao bì.

Rủi ro kinh doanh chính: nguồn cung ứng nguyên liệu; danh mục sản phẩm khả tương tự với các đối thủ cạnh tranh.

Khách hàng: 14.000 nhà phân phối si, lẻ và hiệu thuốc trên khắp Việt Nam.

Kết quả kinh doanh năm 2013: Doanh thu thuần: 1.430 tỷ đồng, Lợi nhuận thuần: 107 tỷ đồng, VCSH: 629 tỷ đồng.

Vui lòng đọc khuyến nghị ở cuối báo cáo này.

NỘI DUNG

| | |
|--|-----------|
| TỔNG QUAN NGÀNH DƯỢC PHẨM | 3 |
| XU HƯỚNG PHÁT TRIỂN TẠI CÁC THỊ TRƯỜNG CHÂU Á | 3 |
| NGÀNH DƯỢC PHẨM VIỆT NAM | 4 |
| CTCP XUẤT-NHẬP KHẨU Y TẾ DOMESCO | 5 |
| TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP | 5 |
| Thành lập vào năm 1985 dưới hình thức công ty nhà nước | 5 |
| Tỷ lệ sở hữu – SCIC và CFR cùng nhau nắm giữ 81% cổ phần | 6 |
| HOẠT ĐỘNG KINH DOANH | 8 |
| Phân khúc hàng tự sản xuất đóng góp 71% trong tổng doanh thu thuần và 92% tổng lợi nhuận gộp của DMC | 8 |
| Năng lực sản xuất – Cần được đầu tư trong những năm tới..... | 10 |
| Hệ thống phân phối bao phủ từ Nam ra Bắc..... | 11 |
| PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH..... | 13 |
| Phân tích cơ cấu chi phí | 13 |
| Biên lợi nhuận và các chỉ số sinh lời..... | 14 |
| Hiệu quả hoạt động | 14 |
| Phân tích thanh khoản và cấu trúc vốn | 15 |
| Kế hoạch kinh doanh và kết quả quý 1 năm 2014 | 16 |
| CÁC ĐỐI THỦ CHÍNH..... | 17 |
| ĐỊNH GIÁ | 19 |
| Các giả định dự phóng chính..... | 19 |
| Phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) | 20 |
| Phương pháp định giá dựa trên thị trường | 21 |
| Giá mục tiêu của DMC..... | 21 |
| Phân tích kỹ thuật..... | 22 |
| KẾT LUẬN | 23 |

TỔNG QUAN NGÀNH DƯỢC PHẨM

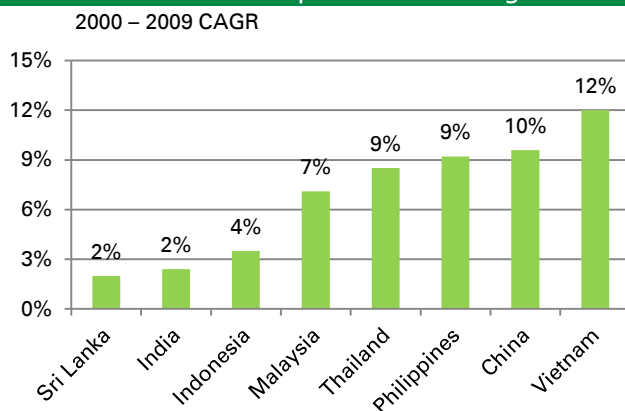
XU HƯỚNG PHÁT TRIỂN TẠI CÁC THỊ TRƯỜNG CHÂU Á

Cùng với các xu hướng vĩ mô khác, tăng trưởng thu nhập tại Châu Á đã góp phần đáng kể vào chiều hướng gia tăng chi tiêu y tế ở các nước trong khu vực.

Ngành dược phẩm Châu Á có tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ và tương ứng với sự phát triển kinh tế trong toàn khu vực, đặc biệt là đối với các nước trong Hiệp hội Quốc gia Đông Nam Á (ASEAN). Các xu hướng vĩ mô chính, như tăng trưởng thu nhập hộ gia đình, chiều hướng gia tăng chi tiêu từ phía Chính phủ cho dịch vụ chăm sóc sức khỏe, những cải thiện đáng kể về tuổi thọ của dân số và nhận thức về sức khỏe, đã và đang thúc đẩy nhu cầu dược phẩm trong toàn khu vực. Theo Economist Intelligence Unit (EIU), doanh thu dược phẩm tại khu vực này đã tăng hơn gấp đôi từ 97 tỷ USD trong năm 2001 lên mức 214 tỷ USD trong năm 2010, và sẽ vượt tới 386 tỷ USD vào năm 2016, thể hiện tốc độ tăng trưởng lũy kế hàng năm (CAGR) là 10% trong giai đoạn từ năm 2010 đến năm 2016.

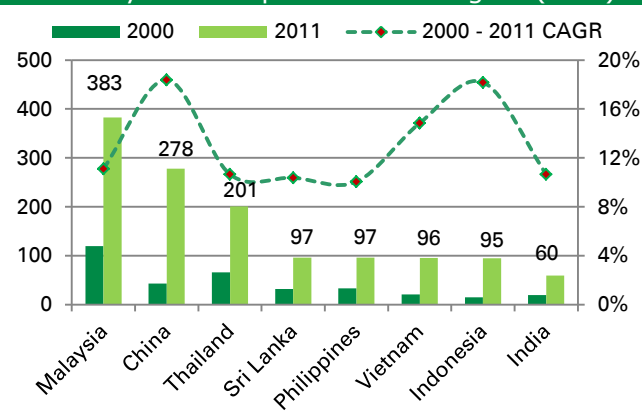
Mức tăng trưởng thu nhập cao tại các nước Châu Á trong 10 năm qua đã góp phần đáng kể vào xu hướng gia tăng chi tiêu y tế của toàn khu vực. Hiện nay, khoảng một nửa dân số Châu Á vẫn đang sinh sống tại các vùng nông thôn. Tuy vậy, nhờ vào những nỗ lực đầu tư từ cả phía Chính phủ lẫn doanh nghiệp, khả năng tiếp cận thuốc và các dịch vụ y tế công cộng của phân khúc dân cư này đang dần được cải thiện.

Chi tiêu về thuốc bình quân trên đầu người



Nguồn: Tổ chức Y tế Thế giới (WHO)

Chi tiêu y tế bình quân trên đầu người (USD)



Nguồn: Tổ chức Y tế Thế giới (WHO)

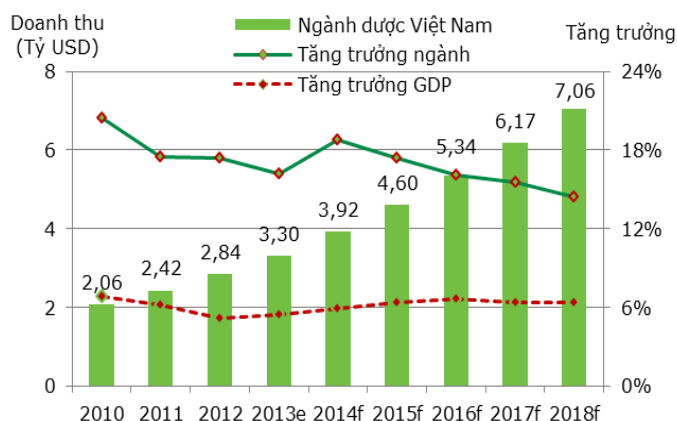
Từ năm 2004 đến năm 2011 có khoảng 653 dự án đầu tư xuyên biên giới vào các nước trong khu vực Châu Á..

Nhờ những nhân tố vĩ mô tích cực nêu trên, Châu Á đã và đang trở thành thị trường hấp dẫn đối với các công ty dược phẩm đa quốc gia. Trong năm 2010, doanh thu từ khu vực Châu Á - Thái Bình Dương chiếm tới 21% tổng doanh thu của Công ty Bayer AG, so với mức 10% trong năm 1990. Theo công ty chuyên cung cấp dữ liệu fDiMarkets.com, từ năm 2004 đến năm 2011, đã có 653 dự án đầu tư xuyên biên giới vào các nước trong khu vực Châu Á với tổng giá trị đạt 29 tỷ USD, đến từ 321 công ty trong ngành dược phẩm (chiếm 70% tổng số dự án) và trong ngành công nghệ sinh học (chiếm 30%). Trung Quốc là điểm đến hàng đầu với 186 dự án đầu tư, tiếp theo là Ấn Độ (157 dự án) và Xinh-ga-po (94 dự án). Các công ty dược phẩm đa quốc gia đã chuyển hướng đầu tư sang các nước Châu Á nhằm giảm chi phí sản xuất và mở rộng cơ sở nghiên cứu và phát triển (R&D). Trong tổng số 653 dự án đầu tư nói trên, đã có 200 dự án R&D và 175 dự án liên quan tới sản xuất.

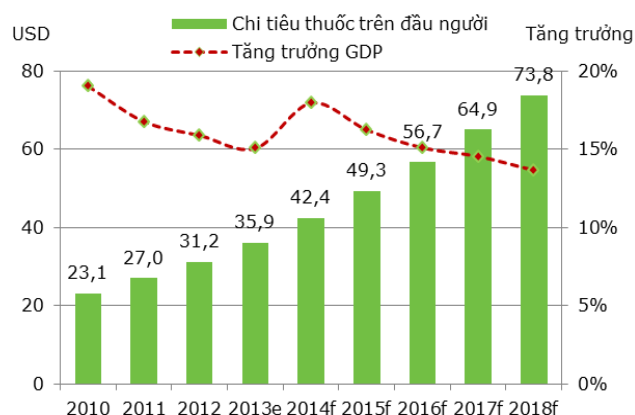
NGÀNH DƯỢC PHẨM VIỆT NAM

Đến cuối năm 2012, Việt Nam đã có tổng cộng 183 doanh nghiệp sản xuất thuốc, trong đó một nửa là các doanh nghiệp sản xuất tân dược. Đặc điểm chủ đạo của ngành dược Việt Nam là sự phụ thuộc phần nhiều vào cả nguồn nguyên liệu lẫn các sản phẩm nhập khẩu. Hàng năm, các công ty dược trong nước phải nhập khẩu đến 90% nhu cầu về nguyên liệu từ các quốc gia như Trung Quốc và Ấn Độ. Trong khi đó, giá trị thuốc sản xuất trong nước chỉ đạt 50% so với tổng giá trị thuốc tiêu thụ tại Việt Nam.

Doanh thu của ngành dược Việt Nam



Mức tiêu thụ thuốc theo đầu người



Nguồn: Báo cáo BMI về Ngành Dược phẩm và Y tế Việt Nam Q2/2014

Để có thể tận dụng tối đa những tiềm năng sẵn có trong nước, Việt Nam cần có giải pháp kịp thời đối với những khó khăn chính về mặt cơ cấu.

Dựa trên các nghiên cứu của mình, chúng tôi nhận định rằng ngành dược Việt Nam đang hội tụ rất nhiều tiềm năng hấp dẫn. Tốc độ tăng trưởng dân số ổn định, sự nhận thức về sức khỏe của tầng lớp trung lưu, và khả năng tiếp cận thuốc ngày càng được cải thiện là những yếu tố giúp ngành dược Việt Nam giữ vững tốc độ tăng trưởng cao trong thời gian tới. Từ năm 2013 đến năm 2018, BMI dự đoán doanh thu ngành dược sẽ đạt tốc độ CAGR là 16,4%. Tuy vậy, để tận dụng được tối đa những tiềm năng này, ngành dược Việt Nam sẽ phải có những giải pháp kịp thời cho những khó khăn về mặt cơ cấu sau:

Xu hướng "sính ngoại": Cả người tiêu dùng lẫn bác sĩ trong nước đều ưa chuộng các sản phẩm nhập khẩu. Nhận định chung của người tiêu dùng là thuốc trong nước được sản xuất từ các cơ sở sản xuất lạc hậu với cơ chế kiểm soát chất lượng còn kém cỏi.

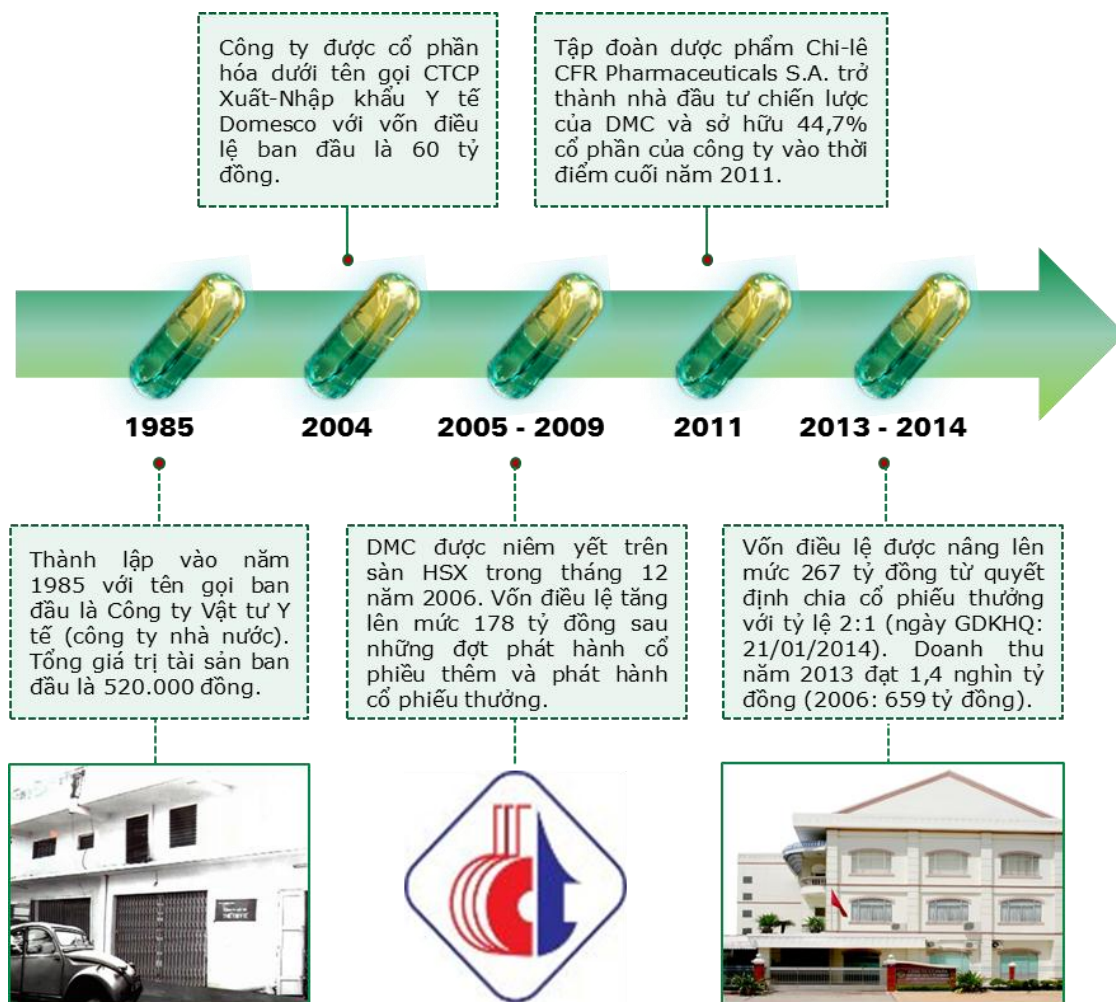
Sự trùng lặp về danh mục sản phẩm: Các công ty dược tại Việt Nam thường không chú trọng việc đầu tư R&D để sáng chế thuốc bản quyền vì quá trình phát triển một loại thuốc mới thường rất tốn kém và đòi hỏi nhiều thời gian. Phần lớn các doanh nghiệp trong nước đều bằng lòng với việc sản xuất các danh mục sản phẩm tương tự nhau nhằm giảm thiểu rủi ro kinh doanh.

Cơ sở hạ tầng công nghệ còn yếu: Việt Nam vẫn là nước đi sau so với các quốc gia trong khu vực trong lĩnh vực sinh dược và hóa dược. Nếu không chú trọng phát triển cơ sở hạ tầng công nghệ, công tác sản xuất các hoạt chất dược phẩm (API) trong nước sẽ gặp rất nhiều hạn chế. Điều này sẽ khiến Việt Nam tiếp tục phải phụ thuộc vào các nguồn cung ứng nguyên liệu từ thị trường thế giới.

CTCP XUẤT-NHẬP KHẨU Y TẾ DOMESCO

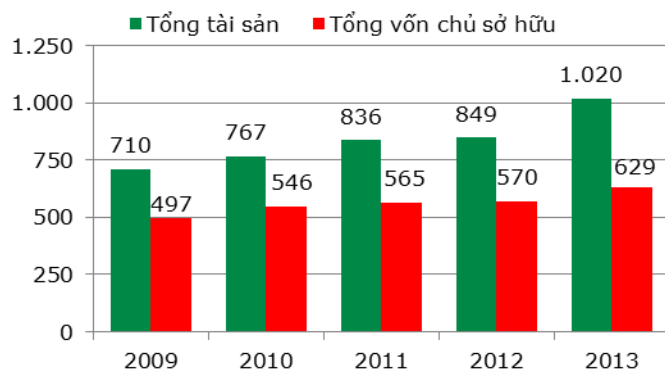
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Thành lập vào năm 1985 dưới hình thức công ty nhà nước



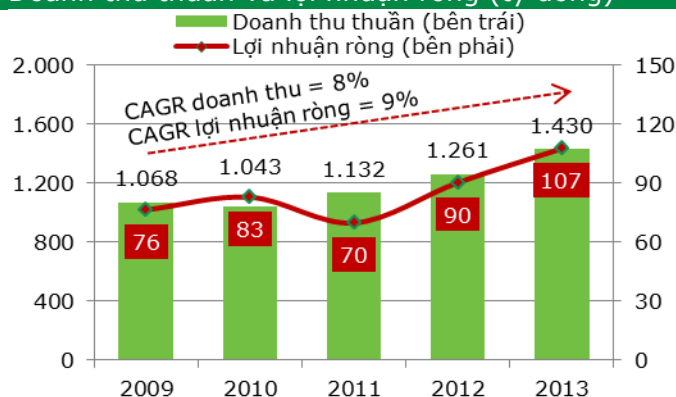
Nguồn: DMC, VPBS thu thập

Tổng tài sản và vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)



Nguồn: Báo cáo tài chính đã kiểm toán của DMC

Doanh thu thuần và lợi nhuận ròng (tỷ đồng)



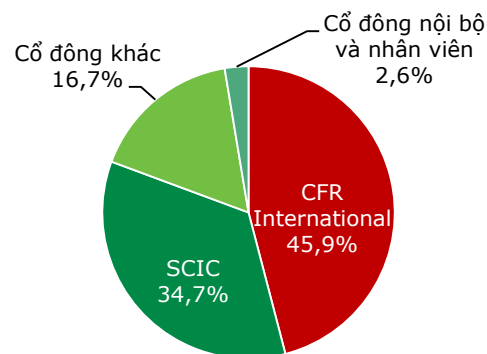
Nguồn: Báo cáo tài chính đã kiểm toán của DMC

Tỷ lệ sở hữu – SCIC và CFR cùng nhau nắm giữ 81% cổ phần

| Danh sách các cổ đông lớn | # Cổ phiếu | Tỷ lệ sở hữu |
|---------------------------------------|------------|--------------|
| CFR International SPA | 12.271.530 | 45,94% |
| SCIC | 9.272.667 | 34,71% |
| Nguyễn Văn Hóa (CFO, thành viên HĐQT) | 500.000 | 1,87% |
| Huỳnh Trung Chánh (thành viên HĐQT) | 90.010 | 0,34% |

| Hội đồng quản trị | Chức vụ | Ghi chú |
|-------------------------|----------------|---------------------------|
| Nguyễn Chí Thành | Chủ tịch | Đại diện của SCIC |
| A. E. Weinstein Manieu | Phó Chủ tịch | TGD của Tập đoàn CFR |
| Huỳnh Trung Chánh | Thành viên | TGD cũ của DMC |
| Nguyễn Văn Hóa | Thành viên | CFO của DMC |
| Lương Thị Hương Giang | Thành viên | Đại diện của Tập đoàn CFR |
| Jose Guillermo F. Domke | Thành viên | CFO của Tập đoàn CFR |
| Ban điều hành | Chức vụ | Ghi chú |
| Lương Thị Hương Giang | Tổng Giám đốc | Đại diện của Tập đoàn CFR |
| Nguyễn Văn Hóa | CFO / Phó TGD | Gia nhập DMC từ năm 1989 |
| Phạm Ngọc Tuyền | Kế toán trưởng | Gia nhập DMC từ năm 1990 |

Cơ cấu cổ đông



| Năm | # Cổ phiếu lưu hành |
|-------|---------------------|
| 2014* | 26.713.797 |
| 2013 | 17.809.336 |
| 2012 | 17.809.336 |
| 2011 | 17.809.336 |

(*) Chia tách cổ phiếu tỷ lệ 2:1, GDKHQ: 17/1/2014

Nguồn: DMC, VPBS thu thập

CFR mong đợi gì từ khoản đầu tư vào DMC?



CFR SA muốn biến DMC thành nhà phân phối độc quyền cho các mặt hàng thuốc của CFR SA tại thị trường Đông Nam Á.

CFR International SPA là công ty con của CFR Pharmaceutical SA, công ty dược phẩm đa quốc gia có trụ sở chính tại Chi-lê. Hoạt động kinh doanh chính của CFR Pharmaceutical SA (CFR SA) là phát triển, sản xuất và buôn bán các dòng thuốc generic. Vào tháng 5 năm 2011, CFR SA đã huy động thành công 370 triệu USD thông qua việc bán 24% cổ phần trong đợt chào bán cổ phần lần đầu ra công chúng (IPO) được tổ chức tại Santiago, Chi-lê. Mục tiêu của CFR SA là dùng khoản tiền này để mở rộng hoạt động kinh doanh ra các thị trường quốc tế, ví dụ như Châu Á và Châu Âu. Trong năm 2011, CFR SA thông báo đã mua thành công 50,8% cổ phần của Urban Pharma, một phòng thí nghiệm công nghệ cao tại Canada, và 41,9% cổ phần của DMC.

Chúng tôi tin rằng CFR SA quyết định đầu tư vào DMC vì DMC có hệ thống phân phối lâu năm và có quy mô đối với các dòng thuốc generic. Trong tương lai, DMC có thể sẽ trở thành nhà phân phối độc quyền cho các sản phẩm thuốc biệt dược của CFR (được sản xuất tại Việt Nam hoặc tại nước ngoài như Chi-lê, Ác-ghen-ti-na và Cô-lôm-bi-a). Đổi lại, CFR SA sẽ cung cấp cho DMC các hỗ trợ về mặt kỹ thuật (ví dụ như cơ sở hạ tầng, công tác nghiên cứu và phát triển) cũng như các đầu mối kinh doanh trên thị trường quốc tế.

SCIC và CFR SA có kế hoạch xây dựng nhà máy sản xuất thuốc ung thư

SCIC và CFR SA đang cân nhắc đề án xây dựng một nhà máy sản xuất thuốc ung thư dưới hình thức liên doanh. Theo đề án này, SCIC sẽ góp vốn bằng quyền sử dụng đất và CFR SA sẽ đầu tư toàn bộ hệ thống nhà máy sản xuất. Sau khi hoàn thành, DMC sẽ có cơ hội trở thành nhà phân phối độc quyền cho

Trong năm 2014, CFR SA đã bắt đầu củng cố tầm ảnh hưởng của mình trong hoạt động kinh doanh của DMC với việc bổ nhiệm bà Lương Thị Hương Giang vào vị trí Tổng Giám đốc (TGD) của DMC.

các mặt hàng thuốc được sản xuất từ nhà máy này. Mặc dù nhận định đây là một cơ hội rất tốt cho DMC, chúng tôi vẫn thận trọng chờ thêm thông tin về dự án này trước khi nâng mức dự phóng của mình.

Ban lãnh đạo được điều phối bởi CFR

Trong năm 2011 và 2012, CFR SA gần như không can thiệp vào hoạt động của DMC mặc dù nắm giữ hai ghế trong hội đồng quản trị (HĐQT). Trong năm 2013, CFR SA giành thêm được một ghế trong HĐQT với việc đề cử bà Lương Thị Hương Giang.

Bắt đầu từ năm 2014, chúng tôi nhận thấy có những thay đổi rõ rệt trong hàng ngũ điều hành của DMC:

- **Tháng 3:** Ông Lê Nhã Phương, phó TGD của DMC, đã từ nhiệm.
- **Tháng 4:** Đại hội Thường niên của DMC trong năm 2014 đã bầu ông Alenjandro E. Weinstein Manieu, TGD của CFR SA, vào vị trí Phó Chủ tịch HĐQT thay ông Huỳnh Trung Chánh.
- **Tháng 5:** HĐQT của DMC đã bầu bà Lương Thị Hương Giang và vị trí Tổng Giám đốc thay ông Huỳnh Trung Chánh.

Dựa trên các thay đổi này, có thể thấy CFR SA đang tăng cường vị trí của mình trong công tác điều hành và trong hoạt động kinh doanh của DMC. Theo nhận định của chúng tôi, với ba ghế trong HĐQT (một Phó Chủ tịch và hai thành viên) và một ghế trong ban điều hành (Tổng Giám đốc), CFR SA chắc chắn sẽ có tầm ảnh hưởng lớn đối với các bước đi chiến lược của DMC trong tương lai.

Đôi điều về bà Lương Thị Hương Giang (Thạc sĩ Quản lý, Cử nhân Dược)

Trong quá trình công tác lâu năm của mình, bà Giang đã từng là trưởng đại diện tại Việt Nam cho những công ty dược phẩm đa quốc gia nổi tiếng như Sandoz, Biochemie GMBH và Pharmascience Inc. Trước khi tham gia vào HĐQT của DMC, bà Giang là trưởng đại diện tại Việt Nam cho CFR SA.

SCIC sẽ bán toàn bộ cổ phần DMC trong năm 2015

Theo như kế hoạch đã được Thủ tướng Chính phủ thông qua vào tháng 12 năm 2013, Tổng Công ty Đầu tư và Kinh doanh Vốn Nhà nước (SCIC) sẽ thoái vốn tại 376 doanh nghiệp, bao gồm DMC, từ bây giờ cho đến cuối năm 2015. Điều này đồng nghĩa với việc khoảng 9,3 triệu cổ phiếu của DMC (có giá trị khoảng 365 tỷ đồng, tương đương với 17,1 triệu USD) sẽ được bán ra trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong vòng 1 năm tới.

Tại thời điểm hiện tại, đề án nâng trần tỷ lệ sở hữu nước ngoài (hiện tại: 49%) vẫn đang được Thủ tướng Chính phủ xem xét. Nếu được thông qua, sức mua thêm từ nhà đầu tư nước ngoài sẽ làm giảm áp lực lên thị trường do các đợt thoái vốn của SCIC.

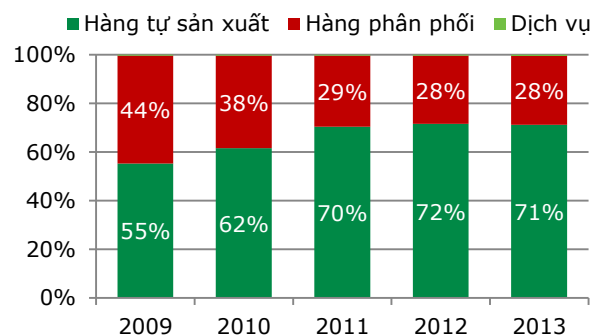
Tóm tắt nhận định: Chúng tôi tin rằng việc CFR SA nâng tầm ảnh hưởng của mình trong ban điều hành của DMC là một sự thay đổi khá mới mẻ. DMC chắc chắn sẽ được hưởng nhiều lợi ích dưới sự lãnh đạo của bà Hương Giang. Ngoài ra, việc DMC sẽ trở thành nhà phân phối độc quyền cho liên doanh sản xuất thuốc trị ung thư giữa SCIC và CFR SA là một cơ hội thương mại khá hứa hẹn. Theo nhận định của chúng tôi, việc SCIC có kế hoạch thoái vốn tại DMC sẽ không làm ảnh hưởng tới kế hoạch này.

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Phân khúc hàng tự sản xuất đóng góp 71% trong tổng doanh thu thuần và 92% tổng lợi nhuận gộp của DMC

Cơ cấu doanh thu thuần của DMC

| Tỷ đồng | 2011 | 2012 | 2013 |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Hàng tự sản xuất | 798 | 902 | 1.018 |
| % tăng trưởng | 24,0% | 13,1% | 12,8% |
| Hàng phân phối | 330 | 353 | 405 |
| % tăng trưởng | -16,7% | 7,0% | 14,7% |
| Mảng dịch vụ | 5 | 5 | 7 |
| % tăng trưởng | 8,9% | 18,5% | 31,7% |
| Tổng doanh thu thuần | 1.132 | 1.261 | 1.430 |
| % tăng trưởng | 8,5% | 11,3% | 13,4% |



Nguồn: Báo cáo tài chính đã kiểm toán của DMC

Kháng sinh là sản phẩm chủ đạo của DMC và chiếm tỷ trọng gần 50% trong tổng doanh thu hàng sản xuất của DMC trong năm 2011.

Từ năm 2009 đến năm 2013, cơ cấu doanh thu của DMC ngày càng có xu hướng thiên về mảng hàng tự sản xuất. Cụ thể, tỷ trọng của doanh thu hàng tự sản xuất đã tăng từ 55% trong năm 2009 lên tới 71% trong năm 2013. Sự chuyển dịch này bắt nguồn từ thực tế là mảng hàng tự sản xuất có biên lợi nhuận cao hơn rất nhiều so với hàng phân phối (45%~49% so với 8%~10%). Thêm vào đó, việc sở hữu một dây chuyền sản xuất có quy mô là yếu tố cần thiết để DMC có thể duy trì vị trí đứng đầu trong ngành dược.

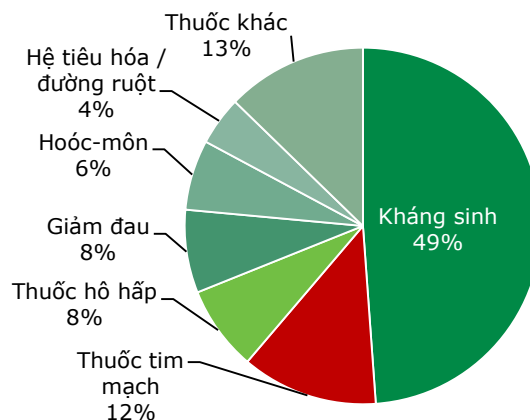
Hoạt động sản xuất thuốc chiếm 99% tổng doanh thu của mảng hàng tự sản xuất (phần còn lại là nước tinh khiết và cồn). Danh mục mặt hàng của DMC bao gồm 280 sản phẩm (s/p): 193 s/p thuộc dòng non-Betalactam, 34 s/p dòng cephalosporin, 14 s/p dòng penicillin, 19 s/p dược liệu và 20 s/p thực phẩm chức năng. Ba nhóm thuốc có đóng góp doanh thu lớn nhất là kháng sinh (năm 2011: 49% tổng doanh thu hàng tự sản xuất), thuốc tim (12%), và thuốc hô hấp (8%). Mặc dù không được cung cấp thông tin về cơ cấu doanh thu theo nhóm thuốc cho năm 2013, chúng tôi dự đoán rằng nhóm thuốc kháng sinh có thể chiếm tới 60% tổng doanh thu hàng tự sản xuất trong năm vừa qua.

Các mặt hàng đặc trưng của DMC



Nguồn: Báo cáo thường niên năm 2011, VPBS thu thập

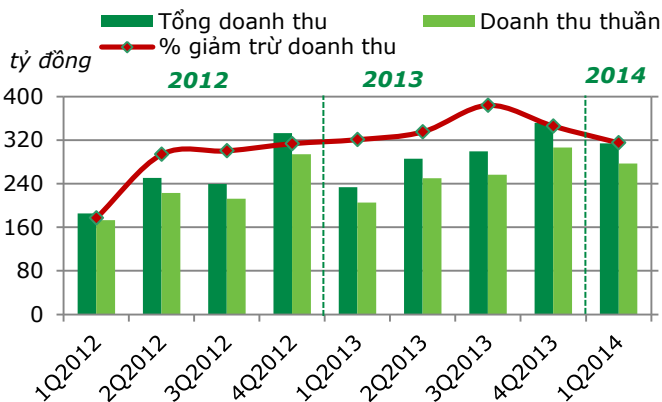
Cơ cấu doanh thu từ thuốc của DMC (năm 2011)



Với mục đích nhằm mở rộng thị trường, DMC đã tăng dần mức chiết khấu hàng hóa trong những năm gần đây.

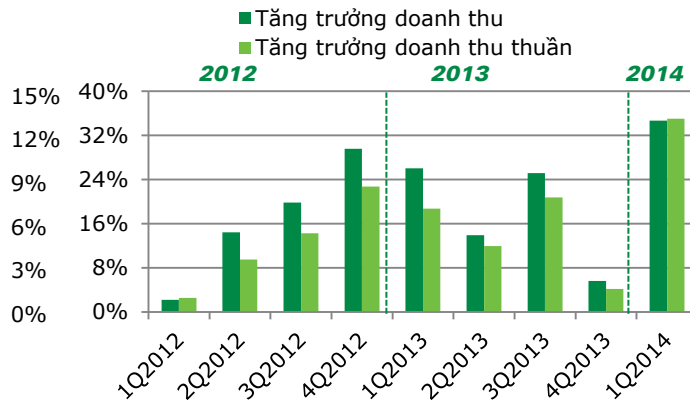
Thuốc do DMC sản xuất đều thuộc dòng generic; và vì vậy phải cạnh tranh quyết liệt với các đối thủ trong nước lẫn quốc tế (thuốc ngoại). Mặc dù nhóm thuốc kháng sinh chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu của DMC, các loại thuốc biệt dược (ví dụ: thuốc trị bệnh tim và tiểu đường) lại là các sản phẩm được biết đến nhiều hơn trên thị trường. Các thuốc đặc trị này có giá bán thấp hơn thuốc nhập khẩu khoảng từ 20% đến 40%, và do vậy có khả năng cạnh tranh khá tốt. Tuy vậy, cũng cần phải nói rằng công thức của các loại thuốc đặc trị do DMC sản xuất còn khá đơn giản so với thuốc ngoại cùng loại.

Doanh thu theo quý của mảng sản xuất



Nguồn: Báo cáo tài chính đã kiểm toán của DMC

Tăng trưởng doanh thu quý (% so với cùng kỳ)



Nguồn: Báo cáo tài chính đã kiểm toán của DMC

Như đã nêu ở trên, mức độ cạnh tranh trong ngành dược phẩm Việt Nam là vô cùng khốc liệt chính bởi danh mục sản phẩm của các công ty dược trong nước rất giống nhau. DMC, với vị trí là một trong những công ty niêm yết lớn nhất trong ngành, cũng không phải là một trường hợp ngoại lệ. Với mục đích nhằm tăng trưởng doanh thu trong những năm gần đây, DMC đã tăng mức chiết khấu hàng bán để củng cố mối quan hệ thương mại với các khách hàng của mình. Mức tăng chiết khấu này được thể hiện qua xu hướng đi lên của tỷ trọng mức giảm trừ doanh thu trong tổng doanh thu hàng sản xuất của DMC.

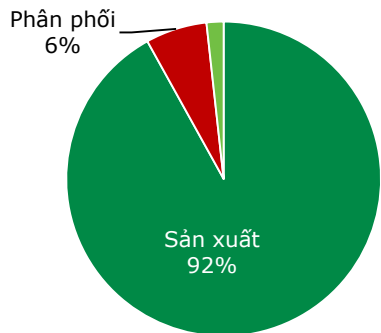
Ngoài mảng sản xuất, DMC còn có nguồn doanh thu khá đáng kể đến từ mảng phân phối hàng nhập khẩu (ví dụ như nguyên liệu, thuốc và thiết bị y tế). Tuy vậy, biên lợi nhuận gộp của mảng này là khá thấp, và thường chỉ đạt từ 6% đến 9% hàng năm. Chính vì vậy, lợi nhuận gộp của mảng này chỉ chiếm 6% trong tổng lợi nhuận gộp của DMC, trong khi tỷ trọng này của mảng sản xuất chiếm tới 92%.

Cơ cấu lợi nhuận gộp của DMC

| Tỷ đồng | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Sản xuất | 281 | 342 | 354 | 379 |
| Biên lợi nhuận gộp* | 43,6% | 42,9% | 39,2% | 37,2% |
| Phân phối | 30 | 27 | 32 | 26 |
| Biên lợi nhuận gộp* | 7,6% | 8,1% | 9,1% | 6,4% |
| Dịch vụ | 4 | 5 | 5 | 7 |
| Biên lợi nhuận gộp* | n/a | n/a | n/a | n/a |
| Tổng lợi nhuận gộp | 315 | 374 | 392 | 412 |
| Lợi nhuận gộp DMC | 30,2% | 33,0% | 31,1% | 28,8% |

(*) Biên LN gộp = Lợi nhuận gộp mảng / doanh thu thuần mảng. Nguồn: DMC

Lợi nhuận gộp trong năm 2013



Tóm tắt nhận định: Theo đánh giá của chúng tôi, danh mục sản phẩm của DMC chưa đủ đa dạng để có thể trở thành thế mạnh của công ty. Tuy vậy, khác biệt về mặt sản phẩm cũng không phải là thế mạnh của CTCP Dược phẩm Dược Hậu Giang (DHG) và CTCP Traphaco (TRA), hai đối thủ lớn nhất của DMC. Vì thế, chúng tôi tin rằng tốc độ tăng trưởng doanh thu trong tương lai của DMC sẽ phụ thuộc vào các yếu tố sau: (1) công suất sản xuất tại các cơ sở sản xuất, (2) độ bao phủ của hệ thống phân phối, và (3) năng lực của ban lãnh đạo trong công tác cắt giảm chi phí và duy trì biên lợi nhuận của công ty trong những năm sắp tới.

Năng lực sản xuất – Cần được đầu tư trong những năm tới

Các nhà máy sản xuất của DMC

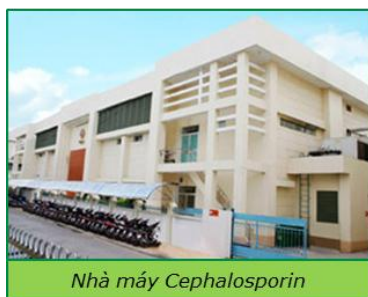
Sản lượng s/x và công suất (đơn vị sản phẩm)



Nhà máy Penicillin



Nhà máy non-Betalactam

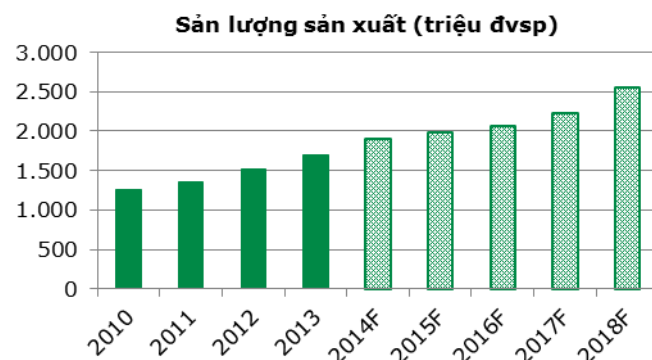


Nhà máy Cephalosporin



Nhà máy dược liệu, TPCN

| Nhà máy | Sản lượng năm 2013 | % Công suất |
|---------------------|--------------------|-------------|
| non-Betalactam | 1.108 triệu | 95% - 96% |
| Penicillin | 236 triệu | 70% - 75% |
| Cephalosporin | 172 triệu | 50% - 55% |
| Dược liệu | 30.997 kg | 40% - 50% |
| Thuốc từ dược liệu | 46 triệu | |
| Thực phẩm chức năng | 139 triệu | |



Nguồn: Dữ liệu của DMC, VPBS thu thập

(*) số dự phóng được cung cấp trong ĐHTN năm 2014

Có thể thấy, trong năm 2013, nhà máy non-Betalactam đã hoạt động gần bằng mức công suất thiết kế. Trong những năm gần đây, DMC đã dần nâng công suất tại nhà máy này bằng cách đầu tư vào trang thiết bị mới và qua việc tăng ca làm việc của công nhân.

Chúng tôi tin rằng DMC sẽ dành ngân sách đáng kể nhằm mở rộng và nâng cấp cơ sở hạ tầng sản xuất của công ty trong những năm tới.

Nhà máy Non-Betalactam: Tại thời điểm hiện tại, công tác sản xuất tại nhà máy này đang được duy trì theo chế độ ba ca mỗi ngày, đôi khi bao gồm cả ngày cuối tuần lẫn ngày lễ. Vì vậy, ban lãnh đạo công ty đang có kế hoạch xây dựng thêm một nhà máy non-Betalactam mới nhằm nâng công suất sản xuất của toàn công ty. Kế hoạch này vẫn đang trong giai đoạn hoạch định và chỉ có thể được hoàn thành sớm nhất là vào năm 2018. Vì thế, trong giai đoạn sắp tới, DMC cũng có dự định mua lại (M&A) các công ty dược có quy mô nhỏ nhưng có sẵn hạ tầng nhà xưởng. Theo chúng tôi nhận định, phương án này là hoàn toàn không đơn giản vì các công tác tái cơ cấu hậu sát nhập và các thách thức về mặt kỹ thuật thường không đơn giản và nhanh gọn. Trong năm 2014, DMC sẽ nâng cấp nhà máy non-Betalactam hiện có lên tiêu chuẩn GMP- Cô-lôm-bi-a và GMP-PIC/S (tiêu chuẩn hiện thời: GMP-WHO).

Nhà máy Cephalosporin: Dự án nâng cấp nhà máy Cephalosporin được tiến hành từ năm 2013 và đã hoàn thành trong quý 1 năm 2014 với tổng giá trị đầu tư là 824 triệu đồng. Trong kỳ Đại hội Cổ đông năm 2014, ban lãnh đạo DMC giải trình rằng việc nâng cấp này sẽ giúp nhà máy Cephalosporin đạt cả hai tiêu chuẩn GMP- Cô-lum-bi-a và GMP-PIC/S. Ban lãnh đạo cũng dự đoán rằng DMC sẽ nhận được chứng chỉ cho các tiêu chuẩn này trong năm nay. Nếu dự đoán này là đúng, các mặt hàng thuốc được sản xuất từ nhà máy này sẽ được tham gia các gói thầu có giá trị cao hơn so với mặt bằng chung các công ty trong nước, qua đó tạo lợi thế bền vững cho DMC trong kênh phân phối hệ điều trị.

Nhà máy Penicillin: Tại thời điểm hiện tại, DMC chưa có ý định đầu tư nâng cấp cho nhà máy này.

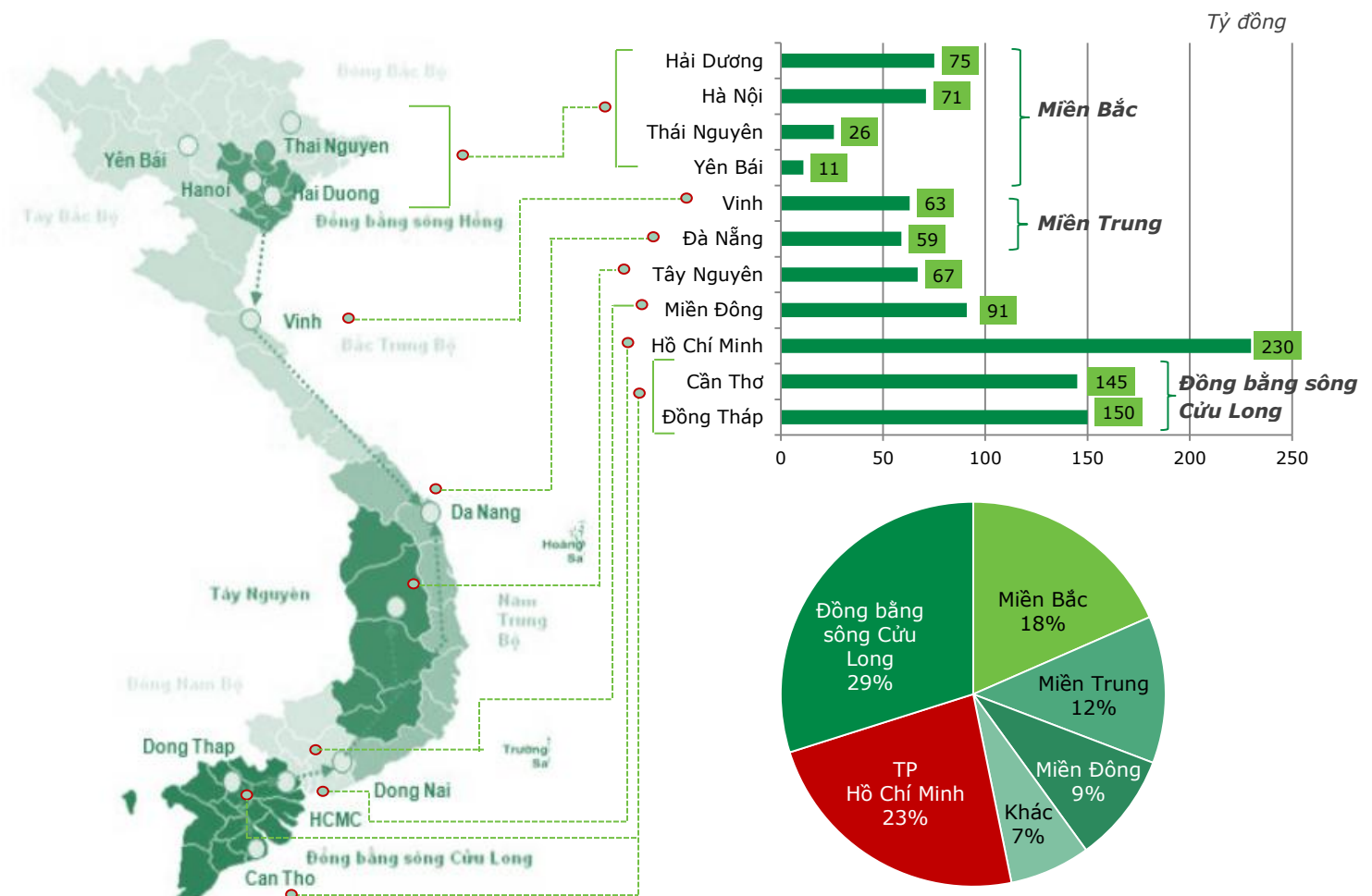
Nhà máy thuốc có nguồn gốc tự nhiên: có đóng góp doanh thu khá thấp (dưới 10%). Do đó, DMC dự định sẽ tách rời hoặc chuyển nhượng nhà máy này.

Tóm tắt nhận định: Chúng tôi sẽ tiếp tục theo dõi sát sao các kế hoạch nâng cấp năng suất sản xuất của DMC. Tại thời điểm hiện tại, chúng tôi vẫn thận trọng đối với các dự phóng về tốc độ tăng trưởng doanh thu của công ty.

Hệ thống phân phối bao phủ từ Nam ra Bắc

Hệ thống phân phối của DMC

Doanh thu bán hàng theo chi nhánh năm 2013



Nguồn: DMC

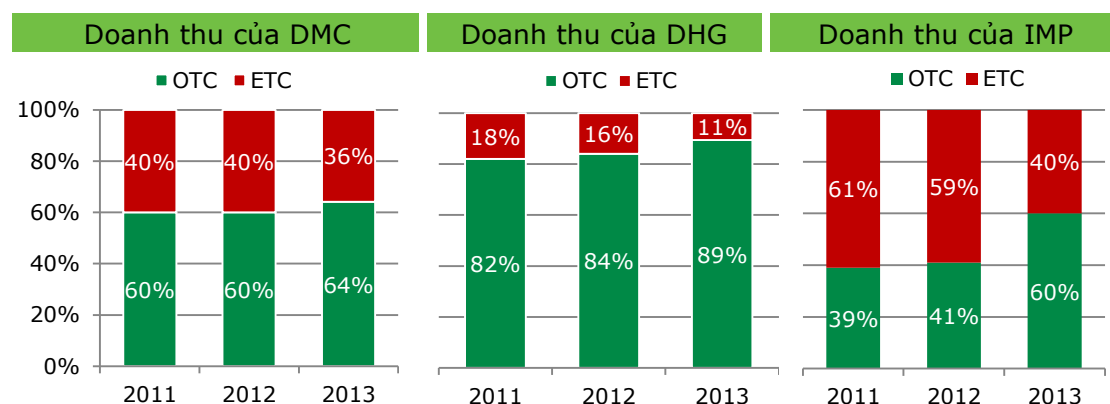
Doanh số từ hệ điều trị (ETC) của DMC tiếp tục bị ảnh hưởng bởi Thông tư 01/2012/TTLT-BYT-BTC và Thông tư 36/2013/TTLT-BYT-BTC.

Hệ thống phân phối của DMC bao phủ toàn bộ 64 tỉnh thành của Việt Nam, và vì vậy là một trong những thế mạnh thương mại chính của công ty. Hệ thống bán hàng của công ty bao gồm 11 chi nhánh trên toàn quốc, hai văn phòng đại diện và bốn trung tâm phân phối thuộc tỉnh Đồng Tháp, bốn nhà thuốc tại bệnh viện và 16 nhà thuốc bán lẻ. Hệ thống phân phối đa dạng này cấu thành trên dưới 14.000 điểm bán hàng và là cầu nối giữa DMC và các đơn vị bán sỉ, bán lẻ và các nhà thuốc trên toàn quốc.

Từ đầu năm 2012 cho đến nay, doanh số từ hệ điều trị (ETC) của DHG tiếp tục bị ảnh hưởng bởi Thông tư 01/2012/TTLT-BYT-BTC và Thông tư 36/2013/TTLT-BYT-BTC. Hai thông tư này thiết lập các quy chế cho công tác đấu thầu thuốc trong các bệnh viện công với ưu tiên đặc biệt đối với các gói thầu thuốc có giá rẻ nhất trong mỗi danh mục đấu thầu (ví dụ danh mục GMP-WHO, danh mục PIC/S). Thuốc của DMC thường đắt hơn các đối thủ cạnh tranh có quy mô nhỏ khác vì có chi phí sản xuất khá cao nhằm đảm bảo chất lượng. Điều này đã làm giảm khả năng trúng thầu của DMC trong kênh ETC.

Doanh thu từ ETC của DMC trong năm 2013 chỉ tăng 4% so với năm trước, trong khi doanh số từ hệ thương mại (OTC) tăng mạnh 24%. Dựa vào biểu đồ dưới đây, có thể thấy tỷ trọng doanh thu từ ETC của ba công ty sản xuất tân dược đại chúng lớn nhất đều có xu hướng đi xuống từ năm 2011 đến năm 2013.

Tỷ trọng doanh thu theo kênh phân phối của ba công ty tân dược tiêu biểu



Nguồn: DMC, VPBS thu thập

Từ năm 2011 đến năm 2013, doanh thu từ xuất khẩu thuốc chiếm 2% tổng doanh thu của DMC. Thuốc tự sản xuất chiếm đến 80% tổng doanh thu xuất khẩu, với phần còn lại đến từ việc xuất khẩu dược liệu và thiết bị y tế. Thị trường xuất khẩu của DMC bao gồm Phi-líp-pin, Mi-an-ma, Hồng-Kông, Ni-gê-ri-a và Đài Loan. Từ đầu năm 2012, CFR đã bắt đầu hỗ trợ DMC trong việc đăng ký visa xuất khẩu thuốc tại các thị trường Nam Mỹ, nhưng cho đến nay chúng tôi vẫn chưa thấy kết quả rõ rệt nào từ sự hỗ trợ này.

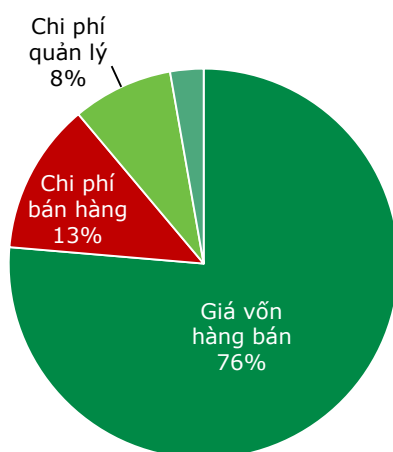
Tóm tắt nhận định: DMC sở hữu một trong những mạng lưới phân phối thuốc lớn nhất trong ngành dược Việt Nam. Lợi thế cạnh tranh này là khá quan trọng vì danh mục sản phẩm của các công ty trong ngành khá giống nhau. Nếu các nhà máy Cephalosporin và non-Betalactam của DMC được nâng tiêu chuẩn lên GMP- Cô-lôm-bi-a hoặc (và) GMP-PIC/S trong năm nay, chúng tôi tin doanh thu từ ETC của công ty sẽ có những chuyển biến tích cực hơn.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

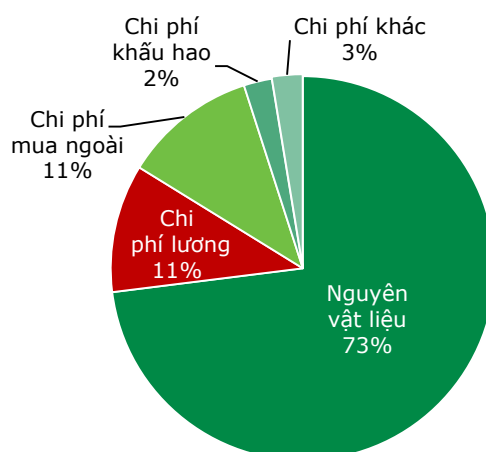
Phân tích cơ cấu chi phí

Cơ cấu chi phí của DMC khá ổn định và gần như không đổi từ năm 2009 đến năm 2013:

Cơ cấu chi phí (năm 2013)



Chi phí sản xuất theo yếu tố (năm 2013)



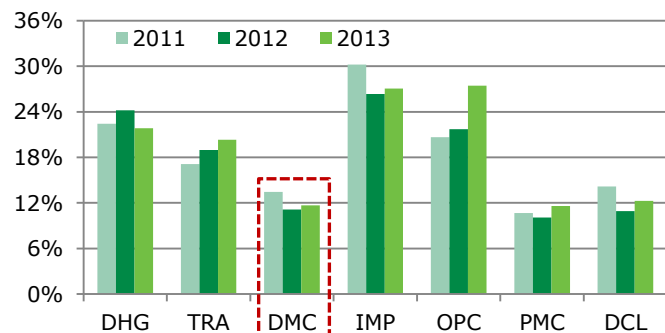
Nguồn: Báo cáo tài chính đã kiểm toán 2013

Nguyên liệu

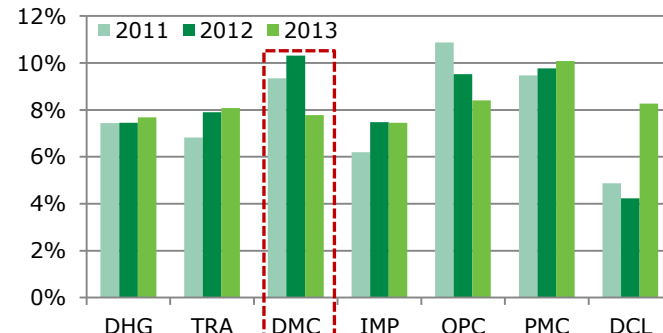
Nguyên liệu là thành phần chủ đạo và chiếm hơn 70% chi phí sản xuất của DMC. Phần lớn nguyên liệu của DMC được nhập khẩu từ nhà cung ứng ở Châu Âu, Hoa Kỳ, Trung Quốc và Ấn Độ. Do đó, tỷ giá ổn định giữa đồng Việt Nam và các đồng ngoại tệ khác trên thế giới trong thời gian vừa qua đã phần nào giúp công ty quản lý hiệu quả hơn chi phí đầu vào của mình.

Chi phí bán hàng và chi phí quản lý

Chi phí bán hàng (% doanh thu thuần)



Chi phí quản lý (% doanh thu thuần)

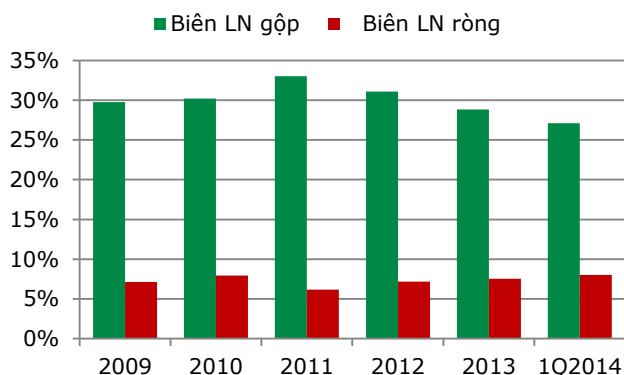


Nguồn: Báo cáo tài chính đã kiểm toán và phân tích của VPBS

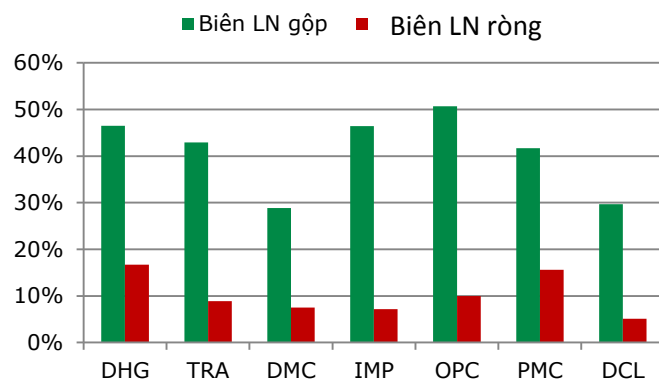
Tỷ trọng chi phí bán hàng trên doanh thu thuần của DMC trong ba năm gần đây có mức trung bình là 12%, thấp hơn trung bình 19% của nhóm công ty cùng ngành. Tỷ trọng chi phí quản lý trên doanh thu thuần của DMC có mức trung bình ba năm là 9%, hơi cao so với mức 8% của nhóm công ty cùng ngành.

Biên lợi nhuận và các chỉ số sinh lời

Biên lợi nhuận của DMC

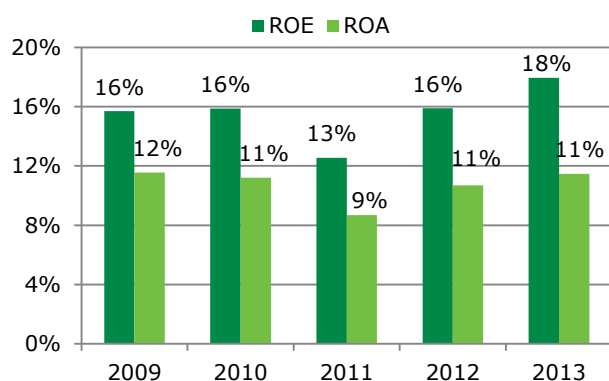


Biên lợi nhuận nhóm công ty cùng ngành

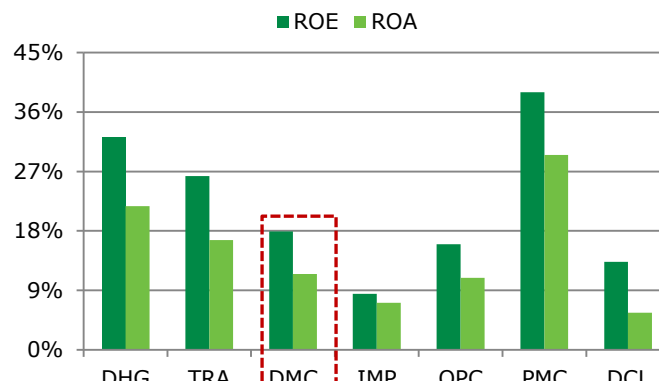


Nguồn: Báo cáo đã kiểm toán của DMC và phân tích của VPBS

ROE và ROA của DMC



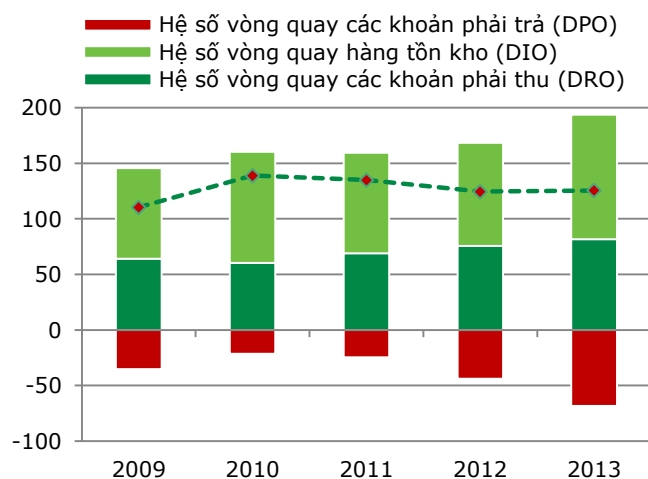
ROE và ROA của nhóm công ty cùng ngành



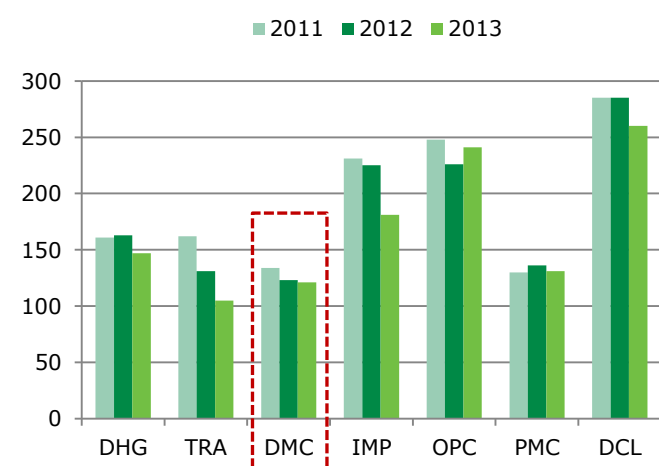
Nguồn: Báo cáo đã kiểm toán của DMC và phân tích của VPBS

Hiệu quả hoạt động

Vòng luân chuyển tiền (VLCT) của DMC (ngày)

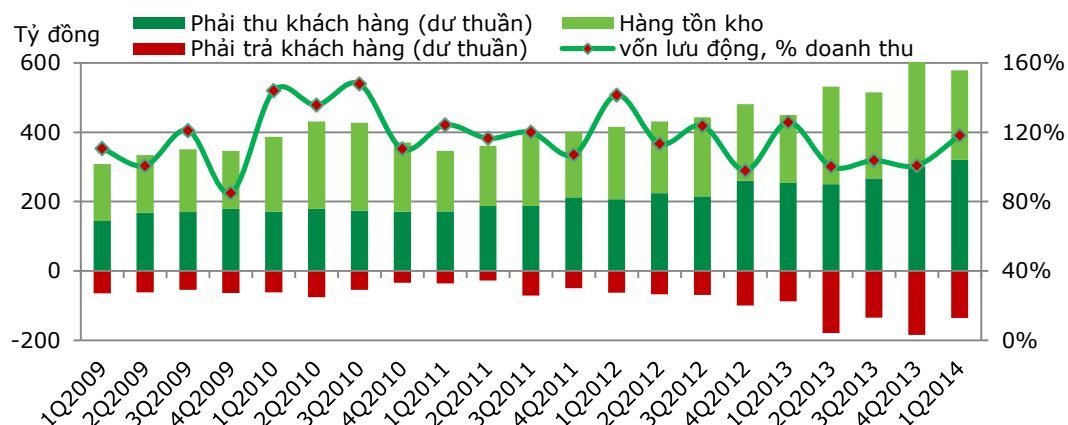


VLCT của nhóm công ty cùng ngành



Nguồn: Báo cáo tài chính đã kiểm toán của DMC và phân tích của VPBS

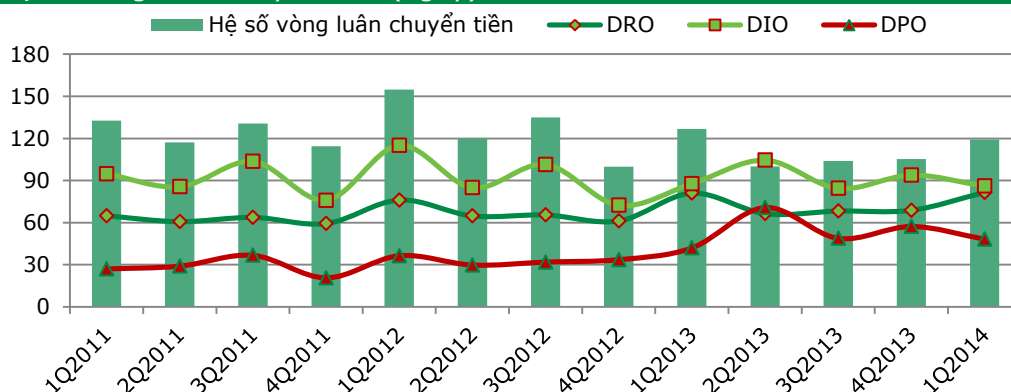
Vốn lưu động của DMC



Nguồn: Báo cáo tài chính theo quý của DMC và phân tích của VPBS

Dựa trên các phân tích của mình, chúng tôi nhận thấy rằng mức vốn lưu động hàng quý của DMC trở nên ổn định hơn kể từ đầu năm 2011 cho đến nay. Từ quý 1 năm 2011 đến quý 1 năm 2014, số dư vốn lưu động cuối kỳ của DMC có giá trị tương ứng với 115% doanh thu theo quý của công ty. Điều này cũng cho thấy hoạt động kinh doanh của DMC đã ngày càng hiệu quả hơn.

Hệ số vòng luân chuyển tiền (ngày)



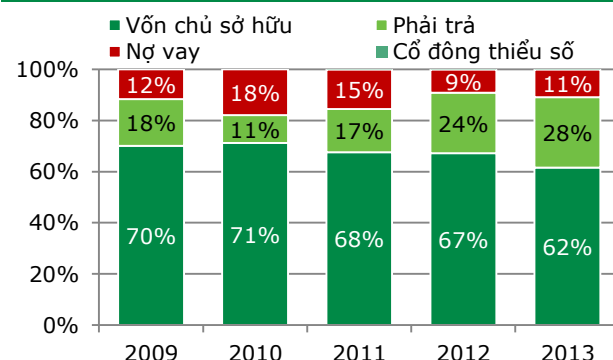
Nguồn: Báo cáo tài chính theo quý của DMC và phân tích của VPBS

Phân tích thanh khoản và cấu trúc vốn

Chỉ số (C/s) thanh khoản của DMC

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| C/s thanh toán tiền mặt | 0,1x | 0,2x | 0,2x | 0,1x | 0,1x |
| C/s thanh toán hiện hành | 2,0x | 2,2x | 2,0x | 2,0x | 1,8x |
| C/s thanh toán nhanh | 1,2x | 1,2x | 1,2x | 1,2x | 1,0x |
| Tổng nợ / Vốn chủ sở hữu | 0,4x | 0,4x | 0,5x | 0,5x | 0,6x |
| Tổng nợ / Tổng tài sản | 0,3x | 0,3x | 0,3x | 0,3x | 0,4x |
| Nợ vay / EBITDA | 0,7x | 0,9x | 0,9x | 0,5x | 0,7x |
| Nợ vay / EBIT | 0,8x | 1,1x | 1,1x | 0,6x | 0,8x |
| EBITDA / Chi phí lãi vay | 23,6x | 10,5x | 12,8x | 18,0x | 30,7x |
| EBIT / Chi phí lãi vay | 20,1x | 8,9x | 10,6x | 14,6x | 25,0x |

Cấu trúc vốn của DMC



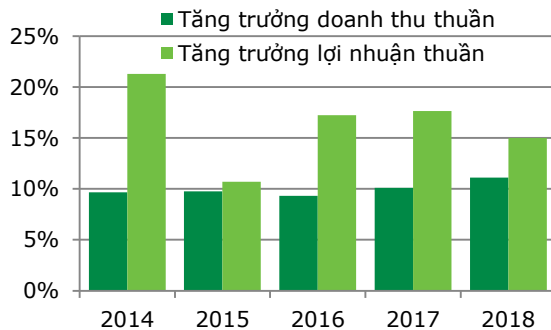
Nguồn: Báo cáo tài chính đã kiểm toán của DMC và phân tích của VPBS

Cuối năm 2013, 62% tổng tài sản được huy động từ vốn chủ sở hữu và chỉ có 11% là từ các khoản nợ vay. Việc các chỉ số thanh toán hiện hành và thanh toán nhanh của DMC là tương đối vững, cho thấy lượng tài sản ngắn hạn của công ty khá đủ để thanh toán các khoản phải trả ngắn hạn. Chúng tôi không có mối lo ngại nào về khả năng thanh toán của DMC trong những năm sắp tới.

Tóm tắt nhận định: Các phân tích của chúng tôi cho thấy DMC là một công ty có hoạt động kinh doanh tốt, mặc dù biên lợi nhuận và các chỉ số sinh lời của công ty chỉ ở mức trung bình so với các công ty cùng ngành. Đối với khả năng quản lý dòng tiền, chúng tôi nhận thấy hệ số vòng luân chuyển tiền của DMC trong những năm gần đây là khá ổn định. Tuy thế, chúng tôi sẽ tiếp tục theo dõi sát sao hệ số vòng luân chuyển các khoản phải trả trong thời gian sắp tới vì chỉ số này có xu hướng gia tăng trong những quý gần đây.

Kế hoạch kinh doanh và kết quả quý 1 năm 2014

Kế hoạch từ ban lãnh đạo của DMC



Nguồn: Nghị quyết ĐHCĐ của DMC năm 2014

Kết quả kinh doanh quý 1 năm 2014 của DMC

| Tỷ đồng | Quý 1 2014 | ± so với quý trước | ± so với cùng kỳ | Quý 4 2013 | Quý 1 2013 |
|----------------------|------------|--------------------|------------------|------------|------------|
| Doanh thu thuần | 375 | -11,6% | 30,0% | 424 | 288 |
| Lợi nhuận gộp | 101 | -16,1% | 18,9% | 121 | 85 |
| Biên LN gộp | 27,1% | n/a | n/a | 28,5% | 29,6% |
| Lợi nhuận kinh doanh | 40 | 11,4% | 30,4% | 36 | 31 |
| Biên LN kinh doanh | 10,8% | n/a | n/a | 8,5% | 10,7% |
| Lợi nhuận ròng | 30 | -3,9% | 24,8% | 31 | 24 |
| Biên LN ròng | 8,0% | n/a | n/a | 7,4% | 8,4% |

Trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2013, doanh thu thực hiện từng năm của DMC theo khá sát so với kế hoạch kinh doanh do ban quản trị đề ra với mức chênh lệch trung bình đạt 2,4% (cao nhất: 13,4%; thấp nhất: -7,3%). So với doanh thu, mức chênh lệch giữa thực hiện và kế hoạch của lợi nhuận trước thuế là lớn hơn đáng kể, và có mức trung bình 5 năm đạt -1,2% (cao nhất 30,5%; thấp nhất: -21,5%). Cho giai đoạn từ năm 2014 đến năm 2108, ban lãnh đạo của DMC đặt mục tiêu tăng trưởng doanh thu hàng năm từ 9% đến 11% trong khi mục tiêu tăng trưởng lợi nhuận ròng từ 11% đến 21%. Điều này cho thấy dự phóng của ban lãnh đạo thể hiện việc giả định biên lợi nhuận của DMC sẽ dần cải thiện trong thời gian tới.

Kết thúc quý 1 năm 2014, doanh thu và lợi nhuận ròng của DMC lần lượt có mức tăng trưởng so với cùng kỳ năm 2013 là 30% và 25%, bằng tương ứng 24% và 23% kế hoạch cả năm của công ty. Theo giải trình của ban lãnh đạo, mức tăng trưởng ngoạn mục này có được là do DMC đã thực hiện tái cơ cấu lại danh mục sản phẩm trong năm 2014. Cụ thể, hoạt động sản xuất và quảng cáo của DMC được tập trung chủ yếu cho các mặt hàng có doanh thu và biên lợi nhuận cao. Theo ý kiến chủ quan, chúng tôi cho rằng nhà đầu tư nên đợi đến khi kết quả kinh doanh quý 3 năm 2014 được công bố để có thể đánh giá tốt hơn về hướng đi mới này. Tại thời điểm hiện tại, chúng tôi muốn lưu ý nhà đầu tư việc biên lợi nhuận gộp của DMC đã giảm từ mức 29,6% trong quý 1 năm 2013 xuống mức 27,1% trong quý 1 năm 2014.

CÁC ĐỐI THỦ CHÍNH

Các công ty dược tiêu biểu trong nước

| Tên công ty | Mã cổ phiếu | Vốn hóa thị trường (tỷ đồng) | Doanh thu năm 2013 (tỷ đồng) |
|--------------------------|-------------|------------------------------|------------------------------|
| CTCP Dược Hậu Giang | DHG | 8.411 | 3.527 |
| CTCP Traphaco | TRA | 1.851 | 1.682 |
| CTCP XNK Y tế Domesco | DMC | 1.047 | 1.430 |
| CTCP Dược phẩm Imexpharm | IMP | 907 | 842 |
| CTCP Dược phẩm OPC | OPC | 800 | 564 |
| CTCP Dược phẩm Pharmedic | PMC | 434 | 357 |
| CTCP Dược phẩm Cửu Long | DCL | 305 | 699 |
| CTCP SPM | SPM | 281 | 448 |
| CTCP Dược phẩm Lâm Đồng | LDP | 189 | 463 |
| CTCP Dược phẩm Hà Tây | DHT | 182 | 743 |



Nguồn: VPBS thu thập. Dữ liệu tại ngày 01/07/2014

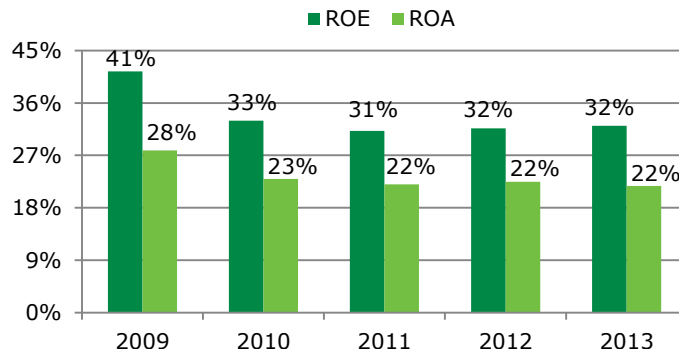
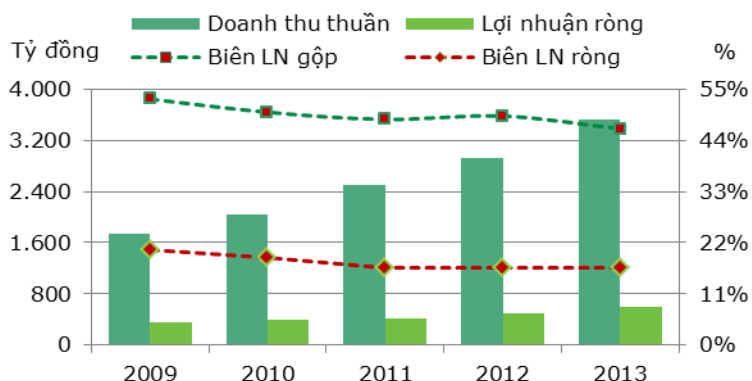
Phần lớn các công ty dược phẩm đại chúng tại Việt Nam đều có trụ sở chính tại miền Nam; chỉ có hai công ty dược phẩm đại chúng có trụ sở chính tại miền Bắc là CTCP Dược phẩm Hà Tây (DHT) và CTCP Traphaco (TRA); và một công ty tại miền Trung là CTCP Dược phẩm Lâm Đồng (LDP). Hiện nay, ba đối thủ cạnh tranh lớn nhất của DMC về mặt doanh thu và vốn hóa thị trường là:

CTCP Dược Hậu Giang (DHG)

DHG PHARMA
For a more beautiful and healthier life



- ❖ DHG là công ty niêm yết đứng đầu ngành dược Việt Nam về mặt vốn hóa và doanh thu.
- ❖ Các sản phẩm chính của DMC bao gồm các thuốc generic trong nhóm giảm đau và kháng sinh (chiếm 57% tổng doanh thu hàng sản xuất trong năm 2013). DHG có hệ thống phân phối bao phủ 64 tỉnh thành của Việt Nam và phục vụ trên 20.000 khách hàng.
- ❖ 2009 – 2013 CAGR doanh thu = 19%
- ❖ 2009 – 2013 CAGR lợi nhuận thuần = 13%



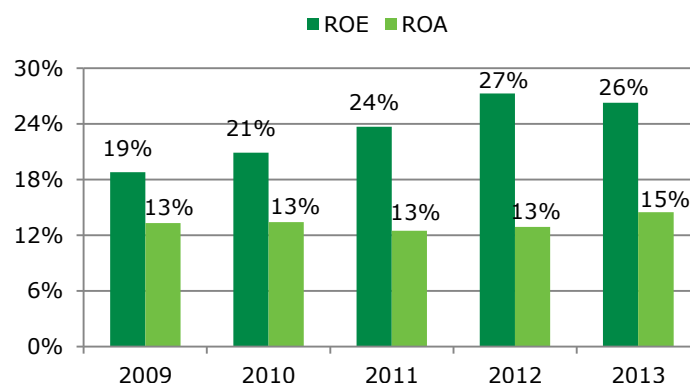
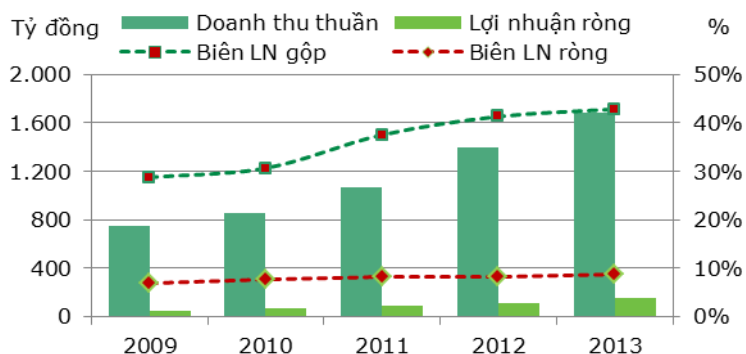
Nguồn: Báo cáo tài chính đã kiểm toán của DHG, VPBS thu thập

CTCP Traphaco (TRA)

Traphaco



- ❖ TRA là công ty dược đứng đầu trong phân khúc đông dược tại Việt Nam.
- ❖ Hai dòng sản phẩm chính của TRA là Boganic và Hoạt Huyết Dưỡng Não; doanh thu từ hai dòng sản phẩm này đóng góp 35% tổng doanh thu toàn công ty. Lợi thế thương mại chính của TRA là khả năng chủ động 90% nhu cầu về nguyên liệu từ các nguồn cung ứng trong nước, thay vì phải nhập từ Trung Quốc như các đối thủ cạnh tranh khác.
- ❖ 2009 – 2013 CAGR doanh thu = 23%
- ❖ 2009 – 2013 CAGR lợi nhuận thuần = 31%



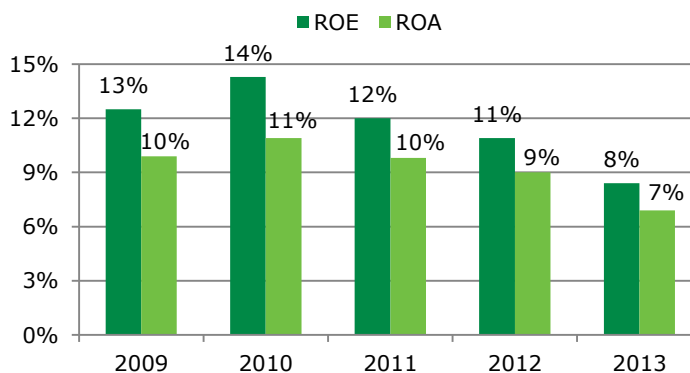
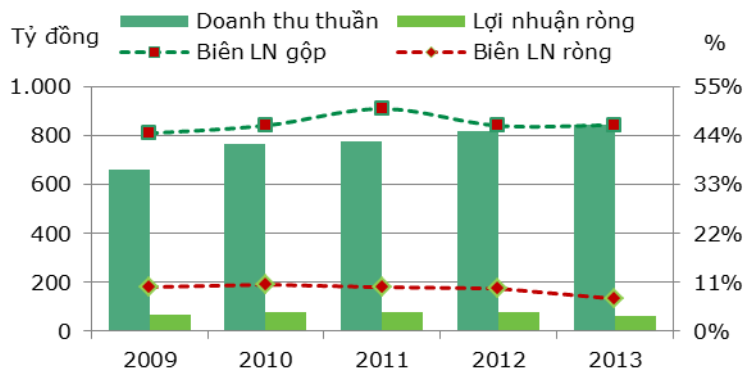
Nguồn: Báo cáo tài chính đã kiểm toán của TRA, VPBS thu thập

CTCP Dược phẩm Imexpharm (IMP)

IMEXPHARM



- ❖ Danh mục sản phẩm chính của IMP là dòng thuốc kháng sinh; dòng sản phẩm này chiếm tỷ trọng 60% tổng doanh thu từ thuốc năm 2013.
- ❖ Trước năm 2012, IMP chủ yếu phân phối sản phẩm của mình qua kênh ETC. Từ năm 2012, công ty đã bắt đầu chuyển hướng kinh doanh sang kênh OTC (2013: chiếm tỷ trọng 60% doanh thu; 2012: 42%) vì kênh phân phối ETC bị ảnh hưởng không nhỏ từ Thông tư 01/2012/TTLT-BYT-BTC.
- ❖ 2009 – 2013 CAGR doanh thu = 6%
- ❖ 2009 – 2013 CAGR lợi nhuận thuần = -2%



Nguồn: Báo cáo tài chính đã kiểm toán của IMP, VPBS thu thập

ĐỊNH GIÁ

Các giả định dự phóng chính

Giả định về mức tăng trưởng

Tổ chức BMI ước tính tốc độ tăng trưởng hàng năm của ngành dược phẩm Việt Nam sẽ đạt khoảng từ 15% đến 19% trong giai đoạn từ năm 2014 đến năm 2018. Tuy vậy, do năng lực sản xuất của DMC trong những năm tới bị hạn chế bởi công suất thiết kế, chúng tôi dự phóng rằng tăng trưởng doanh thu của DMC sẽ thấp hơn tăng trưởng toàn ngành. Cụ thể:

| Tăng trưởng doanh thu | 2011A | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F | 2017F | 2018F |
|---|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Hàng tự sản xuất | 21,2% | 17,6% | 16,1% | 18,0% | 15,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% |
| Giảm từ doanh thu, % Doanh thu sản xuất | 6,9% | 10,5% | 13,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% |
| Các mảng khác | -16,5% | 7,2% | 15,0% | 10,2% | 10,2% | 10,2% | 10,2% | 10,2% |

Giả định về lợi nhuận

Giá vốn hàng bán (GVHB): Vì phân khúc hàng tự sản xuất luôn có tỷ trọng chiếm trên 70% doanh thu và 90% lợi nhuận gộp của DMC trong ba năm gần đây, biên lợi nhuận gộp từ mảng này sẽ là nhân tố quyết định biên lợi nhuận của toàn công ty. Từ năm 2011 đến năm 2013, GVHB của mảng này chiếm từ 53% đến 55% trên tổng doanh thu toàn mảng. Trong giai đoạn từ năm 2014 đến năm 2018, chúng tôi dự phóng tỷ lệ này sẽ tăng từ 55% trong năm 2014 lên mức 56% trong năm 2018.

| GVHB, % doanh thu | 2011A | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F | 2017F | 2018F |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Mảng sản xuất | 53,1% | 54,4% | 54,6% | 54,6% | 55,3% | 55,5% | 55,8% | 56,0% |
| Mảng khác | 89,7% | 88,4% | 90,8% | 90,8% | 90,6% | 90,4% | 90,3% | 90,1% |

Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp: Chúng tôi dự đoán chi phí bán hàng và chi phí quản lý sẽ bằng tương ứng 12% và 9% tổng doanh thu thuần trong giai đoạn dự phóng.

Chi phí thuế: Mức thuế thu nhập doanh nghiệp đã được giảm từ 25% xuống mức 22% từ ngày 01 tháng 01 năm 2014, và được giảm tiếp xuống mức 18% từ năm 2016. Chúng tôi dự phóng rằng mức thuế của DMC sẽ bằng tương ứng những mức thuế quy định trên.

Giả định về bảng cân đối kế toán

Chúng tôi đặt các giả định sau đây đối với bảng cân đối kế toán của công ty:

| | 2011A | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F | 2017F | 2018F |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Số ngày phải thu | 69 | 76 | 82 | 82 | 80 | 80 | 80 | 80 |
| Số ngày tồn kho | 91 | 93 | 112 | 95 | 95 | 95 | 95 | 95 |
| Số ngày phải trả | 25 | 44 | 68 | 60 | 60 | 60 | 60 | 60 |
| Chi phí đầu tư (% DT) | 6,4% | 2,0% | 2,2% | 3,5% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 2,5% |
| Chi phí khấu hao (% DT) | 2,1% | 2,3% | 2,2% | 2,1% | 2,1% | 2,1% | 2,1% | 2,1% |
| Nợ vay (tỷ đồng) | 10,6% | 5,9% | 7,6% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 8,0% |
| Cổ tức (đồng /cp) | 2.200 | 3.700 | 2.200 | 1.800 | 1.800 | 2.000 | 2.000 | 2.000 |

Phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF)

Chúng tôi sử dụng mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF) để định giá cổ phiếu DMC vì chúng tôi tin rằng trong tương lai dòng tiền vẫn là yếu tố cơ bản thúc đẩy tăng trưởng cổ phiếu này.

Mô hình DCF của chúng tôi thiết lập giá mục tiêu cho DMC là 40.100 đồng/cổ phiếu. Các giả định dùng trong mô hình DCF của chúng tôi như sau:

- *Lãi suất phi rủi ro* được lấy từ lợi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm, tương đương với 7,2%.
- *Tỷ suất lợi nhuận thị trường* dự kiến ở mức 15,0%.
- *Beta* được ước tính ở mức 0,61.
- Chi phí vốn cổ phần được ước tính là 12,0% theo mô hình định giá tài sản vốn (CAPM).
- *Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)* là 11,3%.
- *Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn* của DMC là 6,5%.

Độ nhạy của giá cổ phiếu đối với WACC và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn

| | | WACC | | | | |
|---------------------------|------|---------|--------|--------|--------|--------|
| | | 10,3% | 10,8% | 11,3% | 11,8% | 12,3% |
| Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn | 4,5% | 36.500 | 33.000 | 30.100 | 27.600 | 25.500 |
| | 5,5% | 42.800 | 38.100 | 34.300 | 31.100 | 28.400 |
| | 6,5% | 52.400 | 45.500 | 40.100 | 35.800 | 32.200 |
| | 7,5% | 68.800 | 57.400 | 49.100 | 42.700 | 37.700 |
| | 8,5% | 103.200 | 79.600 | 64.400 | 53.800 | 46.000 |

Độ nhạy của giá cổ phiếu đối với sự thay đổi giả định dự báo biên lợi nhuận của dòng sản phẩm tự sản xuất và tỷ trọng CPBH và CPQL trên doanh thu

| | | % thay đổi biên LN gộp - HTSX | | | | |
|--|-------|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| | | -1,0% | -0,5% | 0,0% | 0,5% | 1,0% |
| % thay đổi tỷ suất CPBH và CPQL trên doanh thu | -1,0% | 51.100 | 54.700 | 58.400 | 62.000 | 65.700 |
| | -0,5% | 41.900 | 45.600 | 49.300 | 52.900 | 56.600 |
| | 0,0% | 32.800 | 36.500 | 40.100 | 43.800 | 47.500 |
| | 0,5% | 23.700 | 27.400 | 31.000 | 34.700 | 38.300 |
| | 1,0% | 14.600 | 18.200 | 21.900 | 25.500 | 29.200 |

Phương pháp định giá dựa trên thị trường

Nhóm công ty tương đương cùng ngành

| Tên công ty | | Vốn hóa | Tăng trưởng doanh thu (%) | | Biên LN ròng (%) | | Nợ vay trên vốn chủ sở hữu | | LN trên tổng tài sản (ROA) | | LN trên vốn chủ sở hữu (ROE) | | P/E | | P/B | | Chỉ số P/E tương đối hiện tại | Chỉ số P/B tương đối hiện tại |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------------------|------|------------------|------|----------------------------|------|----------------------------|------|------------------------------|------|----------|-------|----------|-------|-------------------------------|-------------------------------|
| | | triệu USD | 2012 | 2013 | 2012 | 2013 | 2012 | 2013 | 2012 | 2013 | 2012 | 2013 | Hiện tại | 2014F | Hiện tại | 2014E | | |
| Các công ty trong nước | | Sàn giao dịch | | | | | | | | | | | | | | | | |
| CTCP Dược Hậu Giang | HSX | 394 | 17,7 | 20,3 | 16,6 | 16,7 | 1,1 | 6,4 | 22,2 | 21,6 | 31,7 | 32,1 | 14,2 | 13,8 | 4,0 | 3,6 | 1,05 | 2,06 |
| CTCP Traphaco | HSX | 87 | 31,8 | 20,1 | 8,3 | 8,9 | 45,0 | 15,2 | 12,9 | 14,5 | 27,3 | 26,3 | 13,6 | 10,9 | 2,8 | 2,6 | 1,00 | 1,43 |
| CTCP Dược phẩm Imexpharm | HSX | 43 | 5,4 | 2,8 | 9,5 | 7,2 | 0,0 | 0,0 | 9,0 | 6,9 | 10,9 | 8,4 | 14,8 | 10,6 | 1,2 | 1,1 | 1,09 | 0,62 |
| CTCP Dược phẩm OPC | HSX | 37 | 23,1 | 11,9 | 11,1 | 10,0 | 19,8 | 19,7 | 11,6 | 10,9 | 17,3 | 16,0 | 12,5 | 12,3 | 2,1 | NA | 0,92 | 1,07 |
| CTCP Dược phẩm Pharmedic | HNX | 20 | 14,9 | 17,9 | 14,6 | 15,6 | 0,0 | 0,0 | 27,7 | 29,5 | 36,1 | 38,9 | 6,4 | 9,4 | 2,8 | NA | 0,41 | 2,68 |
| CTCP Dược phẩm Cửu Long | HSX | 14 | -2,9 | 10,3 | 3,1 | 4,5 | 132,3 | 89,9 | 2,5 | 4,7 | 8,0 | 11,4 | 7,0 | 7,9 | 1,0 | NA | 0,52 | 0,54 |
| Trung bình | | | 15,0 | 13,9 | 10,5 | 10,5 | 33,0 | 21,8 | 14,3 | 14,7 | 21,9 | 22,2 | 11,4 | 10,8 | 2,3 | 2,4 | 0,83 | 1,40 |
| Trung vị | | | 16,3 | 14,9 | 10,3 | 9,4 | 10,5 | 10,8 | 12,2 | 12,7 | 22,3 | 21,2 | 13,0 | 10,7 | 2,4 | 2,6 | 0,96 | 1,25 |
| Các công ty nước ngoài | | Quốc gia | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Tempo Scan Pacific Tbk PT | In-đô-nê-xi-a | 1.113 | 14,7 | 3,4 | 9,5 | 9,3 | NA | 4,8 | 14,1 | 12,6 | 19,8 | 17,8 | 20,3 | 18,9 | 3,2 | 3,1 | 0,94 | 1,31 |
| Torrent Pharmaceuticals Ltd | Ấn Độ | 2.006 | 22,7 | 17,7 | 10,9 | 14,2 | 49,3 | 50,5 | 10,1 | 12,6 | 25,6 | 33,1 | 18,2 | 20,9 | 6,4 | 6,5 | 1,01 | 2,15 |
| Strides Arcolab Ltd | Ấn Độ | 629 | -9,5 | NA | 36,7 | NA | 63,4 | NA | 16,7 | NA | 49,8 | NA | 4,4 | 37,9 | 3,8 | 3,6 | 0,24 | 1,27 |
| Hunan Er-Kang Pharmaceutical Co | Trung Quốc | 2.529 | 37,3 | 21,1 | 18,3 | 19,2 | 0,0 | 0,0 | 12,8 | 14,4 | 13,7 | 15,5 | 80,9 | 51,3 | 11,8 | 10,2 | 8,14 | 9,15 |
| Alembic Pharmaceuticals Ltd | Ấn Độ | 897 | 22,0 | 3,7 | 8,9 | 10,9 | 89,3 | 37,1 | 13,7 | 15,7 | 37,6 | 36,8 | 22,9 | 22,4 | 8,0 | 7,9 | 1,27 | 2,69 |
| Unichem Laboratories Ltd | Ấn Độ | 341 | 6,2 | 23,5 | 8,1 | 10,5 | 10,5 | 3,7 | 7,6 | 11,0 | 11,1 | 16,3 | 12,1 | 15,3 | 2,5 | 2,5 | 0,67 | 0,85 |
| Natco Pharma Ltd | Ấn Độ | 550 | 13,9 | 26,1 | 11,4 | 10,9 | 54,5 | 62,1 | 7,4 | 7,2 | 14,4 | 14,3 | 31,1 | 31,5 | 4,6 | 4,8 | 1,72 | 1,54 |
| Trung bình | | | 15,3 | 15,9 | 14,8 | 12,5 | 44,5 | 26,4 | 11,8 | 12,3 | 24,6 | 22,3 | 27,1 | 28,3 | 5,7 | 5,5 | 2,00 | 2,71 |
| Trung vị | | | 14,7 | 19,4 | 10,9 | 10,9 | 51,9 | 21,0 | 12,8 | 12,6 | 19,8 | 17,0 | 20,3 | 22,4 | 4,6 | 4,8 | 1,01 | 1,54 |
| Trung bình | | | 15,2 | 14,9 | 12,8 | 11,5 | 38,8 | 24,1 | 13,0 | 13,5 | 23,3 | 22,3 | 19,9 | 20,2 | 4,2 | 4,6 | 1,5 | 2,1 |
| Trung vị | | | 14,9 | 17,8 | 10,9 | 10,7 | 32,4 | 10,8 | 12,8 | 12,6 | 19,8 | 17,0 | 14,2 | 15,3 | 3,2 | 3,6 | 1,0 | 1,4 |
| CTCP XNK Y Tế Domesco (DMC) | Việt Nam | 49 | 11,3 | 13,4 | 7,2 | 7,5 | 13,6 | 17,3 | 10,7 | 11,5 | 15,9 | 17,9 | 9,3 | 8,9 | 1,6 | 1,5 | 0,69 | 0,82 |

Số liệu năm 2014 của công ty trong nước (trừ DMC) được tính toán dựa trên kế hoạch kinh doanh theo nghị quyết của công ty.
 Nguồn: Bloomberg, VPBS. Dữ liệu ngày 01/07/2014

So với nhóm công ty tương đương cùng ngành, các chỉ số P/E và P/B của DMC đều thuộc diện khá thấp. Chúng tôi cho rằng việc các chỉ số lợi nhuận (ví dụ: biên lợi nhuận ròng, ROE và ROA) của DMC chỉ đạt mức trung bình so với nhóm công ty cùng ngành là một trong những nguyên nhân tại sao nhà đầu tư vẫn còn dè dặt đối với cổ phiếu này.

| Định giá P/E | P/E công ty / P/E thị trường | VN-Index 2014 P/E | P/E của DMC |
|---------------------|------------------------------|-------------------|--------------|
| P/E Mục tiêu | 0,96x | 13,7x | 13,2x |

Giá mục tiêu của DMC

| Phương pháp | Tỷ trọng |
|--------------------------------------|---------------|
| DCF | 40.100 65% |
| P/E tại mức 13,2x | 58.000 35% |
| Giá mục tiêu (đồng/ cổ phiếu) | 46.400 |

Phân tích kỹ thuật

Đồ thị kỹ thuật cho thấy DMC đã trải qua một xu hướng giảm điểm từ mức giá 50.500 đồng/cổ phiếu vào giữa tháng 2 năm 2014 xuống đáy quanh 34.000 đồng/cổ phiếu vào giữa tháng 5 năm 2014. Giá cổ phiếu DMC sau đó đã phục hồi trở lại lên mức 40.000-41.000 đồng/cổ phiếu, rồi đi ngang giảm nhẹ cho đến nay. Hiện tại, DMC đang giao dịch bên dưới đường MA 50 và MA 100 ngày với khối lượng giao dịch rất thấp. Cổ phiếu này đang được hỗ trợ tại mức giá 36.500 đồng/cổ phiếu và kháng cự nằm tại 39.500 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi chưa quan sát thấy bất cứ tín hiệu xu hướng nào đối với DMC ở thời điểm hiện tại. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với DMC tại thời điểm phát hành báo cáo.

| Mã chứng khoán | DMC (đồng/cổ phiếu) |
|-----------------------------|---------------------|
| Thời gian phân tích | 3 đến 6 tháng |
| Giá cao nhất trong 3 tháng | 47.300 |
| Giá thấp nhất trong 3 tháng | 34.000 |
| Đường MA 50 ngày | 40.000 |
| Đường MA 100 ngày | 42.300 |
| Kháng cự trung hạn | 40.000 |
| Hỗ trợ trung hạn | 36.000 |
| Khuyến nghị | NĂM GIỮ |



KẾT LUẬN

Tại mức giá hiện tại là 39.200 đồng/cổ phiếu, chúng tôi tin cổ phiếu DMC là một cơ hội đầu tư khá tốt cho các nhà đầu tư dài hạn. Khuyến nghị đầu tư của chúng tôi đối với cổ phiếu này là MUA, với mức giá mục tiêu trong vòng 12 tháng tới là 46.400 đồng/cổ phiếu.

ĐIỂM MẠNH

- ❖ DMC là một trong những công ty niêm yết có doanh thu và thị phần lớn nhất trong ngành dược tại Việt Nam.
- ❖ Hệ thống phân phối của DMC có độ bao phủ toàn bộ 64 tỉnh thành của Việt Nam và bao gồm 11 chi nhánh, hai văn phòng đại diện, bốn trung tâm phân phối và 16 nhà thuốc.
- ❖ Ban lãnh đạo của DMC sẽ tiếp tục nhận được sự hỗ trợ lớn từ CFR SA cả trong lĩnh vực kỹ thuật lẫn kinh nghiệm kinh doanh trên thị trường thế giới.

ĐIỂM YẾU

- ❖ DMC vẫn phải nhập khẩu phần lớn nhu cầu về nguyên liệu của mình. Do vậy, những biến động của giá API tại các thị trường quốc tế sẽ có ảnh hưởng ít nhiều đến hoạt động của công ty.
- ❖ Doanh thu xuất khẩu khá thấp và chỉ chiếm 2% tổng doanh thu trong những năm gần đây.
- ❖ Sản lượng sản xuất tại nhà máy non-Betalactam gần như đã bằng công suất thiết kế. Dự án nhà máy mới không thể hoàn thành trước năm 2018.
- ❖ Chỉ số lợi nhuận của DMC (ví dụ: biên lợi nhuận gộp/ròng, ROE và ROA) chỉ đạt mức trung bình so với các công ty cùng ngành.

CƠ HỘI

- ❖ Cải thiện nhận thức về sức khỏe của tầng lớp trung lưu cũng như mức thu nhập ngày càng cao tại Việt Nam đã dẫn đến sự tăng trưởng mức chi tiêu dược phẩm trong những năm gần đây.
- ❖ Thuốc generic của DMC có giá rẻ hơn so với thuốc nhập khẩu và vì vậy có lợi thế cạnh tranh lớn trong phân khúc khách hàng có mức thu nhập từ thấp đến trung bình.
- ❖ Cơ hội trở thành nhà phân phối độc quyền mặt hàng thuốc ung thư do liên doanh CFR-SCIC sản xuất là khá hứa hẹn.

THÁCH THỨC

- ❖ Các công ty dược phẩm trong nước khác cũng sản xuất và cung cấp các sản phẩm tương tự như của DMC. Vì vậy, nếu kéo dài cạnh tranh về giá, tất cả các công ty dược đều chịu thiệt hại.
- ❖ Người tiêu dùng và bác sĩ tại Việt Nam có xu hướng ưa chuộng thuốc ngoại hơn là thuốc sản xuất trong nước.
- ❖ Thông tư 12/2012/TTLT-BYT-BTC và Thông tư 36/2013/TTLT-BYT-BTC có tác động tiêu cực đến doanh thu bán hàng qua kênh ETC của DMC.

| BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đồng) | 2011A | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F | 2017F | 2018F |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu thuần | 1.132 | 1.261 | 1.430 | 1.669 | 1.874 | 2.103 | 2.331 | 2.565 |
| % tăng trưởng | 8,5% | 11,3% | 13,4% | 16,8% | 12,2% | 12,3% | 10,8% | 10,1% |
| Giá vốn hàng bán | 758 | 869 | 1.017 | 1.171 | 1.322 | 1.484 | 1.648 | 1.817 |
| Lợi nhuận gộp | 374 | 392 | 412 | 498 | 552 | 620 | 683 | 748 |
| Chi phí bán hàng và quản lý DN | 258 | 271 | 278 | 351 | 393 | 442 | 489 | 539 |
| EBIT | 116 | 121 | 134 | 147 | 158 | 178 | 193 | 210 |
| Khấu hao | 24 | 29 | 31 | 35 | 39 | 44 | 49 | 54 |
| EBITDA | 140 | 150 | 164 | 182 | 197 | 222 | 242 | 263 |
| Doanh thu tài chính | 12 | 7 | 6 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| Chi phí tài chính | 19 | 8 | 10 | 10 | 12 | 13 | 14 | 14 |
| Lợi nhuận (chi phí) khác | 0 | 5 | 4 | 4 | 5 | 5 | 6 | 6 |
| Lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết | -1 | -5 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Lợi nhuận trước thuế | 108 | 120 | 134 | 150 | 161 | 181 | 198 | 215 |
| Chi phí thuế | 38 | 30 | 27 | 33 | 35 | 33 | 36 | 39 |
| Thuế suất hiệu dụng | 35,3% | 25,1% | 20,3% | 22,0% | 22,0% | 18,0% | 18,0% | 18,0% |
| LNST cổ đông công ty mẹ | 70 | 90 | 107 | 117 | 125 | 148 | 162 | 177 |
| % tăng trưởng | -15,8% | 29,5% | 19,2% | 9,1% | 6,9% | 18,3% | 9,3% | 9,0% |
| Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng) | 3.980 | 5.067 | 6.037 | 4.390 | 4.693 | 5.550 | 6.068 | 6.612 |

| BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng) | 2011A | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F | 2017F | 2018F |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Tiền và các khoản tương đương tiền | 62 | 37 | 27 | 58 | 78 | 92 | 104 | 127 |
| Các khoản đầu tư ngắn hạn | 0 | 0 | 30 | 30 | 30 | 30 | 30 | 30 |
| Các khoản phải thu | 214 | 261 | 320 | 366 | 411 | 461 | 511 | 562 |
| Hàng tồn kho | 188 | 221 | 312 | 305 | 344 | 386 | 429 | 473 |
| Tài sản ngắn hạn khác | 42 | 21 | 24 | 31 | 35 | 40 | 44 | 48 |
| Tài sản ngắn hạn | 506 | 541 | 713 | 790 | 898 | 1.008 | 1.118 | 1.240 |
| Tài sản cố định | 290 | 286 | 284 | 307 | 324 | 343 | 364 | 374 |
| Các khoản đầu tư dài hạn | 33 | 15 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| Tài sản dài hạn khác | 7 | 8 | 12 | 13 | 15 | 17 | 19 | 21 |
| Tài sản dài hạn | 330 | 308 | 307 | 332 | 350 | 371 | 394 | 406 |
| Tổng tài sản | 836 | 849 | 1.020 | 1.122 | 1.248 | 1.379 | 1.511 | 1.646 |
| Các khoản phải trả | 51 | 105 | 190 | 193 | 217 | 244 | 271 | 299 |
| Vay nợ ngắn hạn | 120 | 75 | 109 | 134 | 150 | 150 | 150 | 150 |
| Nợ ngắn hạn khác | 86 | 94 | 88 | 94 | 102 | 111 | 121 | 131 |
| Nợ ngắn hạn | 257 | 273 | 387 | 420 | 469 | 505 | 542 | 580 |
| Vay nợ dài hạn | 10 | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Nợ dài hạn khác | 4 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| Nợ dài hạn | 14 | 5 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| Nợ phải trả | 271 | 278 | 389 | 422 | 471 | 508 | 544 | 582 |
| Vốn cổ phần & thặng dư vốn cổ phần | 408 | 408 | 408 | 408 | 408 | 408 | 408 | 408 |
| Lợi nhuận chưa phân phối | 60 | 42 | 74 | 143 | 220 | 315 | 410 | 507 |
| Cổ phiếu quỹ | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Vốn khác | 98 | 121 | 147 | 147 | 147 | 147 | 147 | 147 |
| Vốn chủ sở hữu | 565 | 570 | 629 | 698 | 775 | 870 | 965 | 1.062 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 1 | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| Tổng nguồn vốn | 836 | 849 | 1.020 | 1.122 | 1.248 | 1.379 | 1.511 | 1.646 |

| BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng) | 2011A | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F | 2017F | 2018F |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh | 94 | 104 | 54 | 113 | 108 | 130 | 149 | 167 |
| Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư | (41) | (11) | (57) | (58) | (56) | (63) | (70) | (64) |
| Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính | (33) | (118) | (8) | (23) | (32) | (53) | (67) | (80) |
| Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ | 20 | (25) | (11) | 31 | 21 | 14 | 12 | 22 |
| Tiền và tương đương tiền đầu kỳ | 42 | 62 | 37 | 27 | 58 | 78 | 92 | 104 |
| Tiền và tương đương tiền cuối kỳ | 62 | 37 | 27 | 58 | 78 | 92 | 104 | 127 |
| Dòng tiền tự do của công ty | 22 | 79 | 23 | 54 | 52 | 67 | 79 | 103 |
| PHÂN TÍCH CHỈ SỐ | 2011A | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F | 2017F | 2018F |
| Chỉ số định giá | | | | | | | | |
| Chỉ số P/E | | | 9,7x | 8,9x | 8,4x | 7,1x | 6,5x | 5,9x |
| Chỉ số PEG | | | 0,5x | 1,0x | 1,2x | 0,4x | 0,7x | 0,7x |
| EV / EBIT | | | 8,3x | 7,6x | 7,0x | 6,3x | 5,8x | 5,3x |
| EV / EBITDA | | | 6,8x | 6,1x | 5,6x | 5,0x | 4,6x | 4,2x |
| Chỉ số P/S | | | 0,7x | 0,6x | 0,6x | 0,5x | 0,4x | 0,4x |
| Chỉ số P/B | | | 1,7x | 1,5x | 1,4x | 1,2x | 1,1x | 1,0x |
| Lợi suất cổ tức | 2.200 | 3.700 | 2.200 | 1.800 | 1.800 | 2.000 | 2.500 | 3.000 |
| Chỉ số sinh lời | | | | | | | | |
| Biên LN gộp | 33,0% | 31,1% | 28,8% | 29,8% | 29,4% | 29,5% | 29,3% | 29,2% |
| Biên EBITDA | 12,4% | 11,9% | 11,5% | 10,9% | 10,5% | 10,6% | 10,4% | 10,3% |
| Biên LN hoạt động | 10,2% | 9,6% | 9,4% | 8,8% | 8,4% | 8,5% | 8,3% | 8,2% |
| Biên LN ròng | 6,2% | 7,2% | 7,5% | 7,0% | 6,7% | 7,1% | 7,0% | 6,9% |
| Tỷ số LN/tổng tài sản | 8,7% | 10,7% | 11,5% | 11,0% | 10,6% | 11,3% | 11,2% | 11,2% |
| Tỷ số LN/vốn chủ sở hữu | 12,5% | 15,9% | 17,9% | 17,7% | 17,0% | 18,0% | 17,7% | 17,4% |
| Chỉ số đòn bẩy | | | | | | | | |
| Tỷ số thanh toán lãi vay | 10,6x | 14,6x | 25,0x | 19,4x | 16,9x | 17,0x | 18,4x | 20,0x |
| Tỷ số thanh toán lãi vay và CPĐT từ EBITDA | 1,7x | 4,4x | 4,5x | 2,8x | 3,0x | 3,0x | 3,0x | 3,5x |
| Tỷ số nợ vay / vốn chủ sở hữu | 22,9% | 13,6% | 17,3% | 19,1% | 19,3% | 17,2% | 15,5% | 14,1% |
| Tỷ số nợ / vốn chủ sở hữu | 47,9% | 48,7% | 61,9% | 60,5% | 60,8% | 58,4% | 56,4% | 54,8% |
| Chỉ số thanh khoản | | | | | | | | |
| Hệ số vòng quay tài sản | 1,4x | 1,5x | 1,4x | 1,5x | 1,5x | 1,5x | 1,5x | 1,6x |
| Hệ số vòng quay các khoản phải thu (ngày) | 69,0 | 75,7 | 81,8 | 80,0 | 80,0 | 80,0 | 80,0 | 80,0 |
| Hệ số vòng quay các khoản phải trả (ngày) | 24,7 | 44,0 | 68,3 | 60,0 | 60,0 | 60,0 | 60,0 | 60,0 |
| Hệ số vòng quay hàng tồn kho (ngày) | 90,5 | 92,8 | 111,9 | 95,0 | 95,0 | 95,0 | 95,0 | 95,0 |
| Hệ số thanh toán hiện hành | 2,0x | 2,0x | 1,8x | 1,9x | 1,9x | 2,0x | 2,1x | 2,1x |
| Hệ số thanh toán nhanh | 1,2x | 1,2x | 1,0x | 1,2x | 1,2x | 1,2x | 1,3x | 1,3x |



Barry David Weisblatt

Giám đốc Khối Phân tích
barryw@vpbs.com.vn

Lưu Bích Hồng

Giám đốc – Phân tích cơ bản
honglb@vpbs.com.vn

Nguyễn Hữu Toàn

Chuyên viên phân tích
toannh@vpbs.com.vn

Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội
T - +84 (0) 4 3974 3655
F - +84 (0) 4 3974 3656

Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
T - +84 (0) 8 3823 8608
F - +84 (0) 8 3823 8609

Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh,
Quận Hải Châu, Đà Nẵng
T - +84 (0) 511 356 5419
F - +84 (0) 511 356 5418

Hướng dẫn khuyến nghị

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) sử dụng hệ thống khuyến nghị như sau:

Mua: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới lớn hơn +15%

Giữ: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới dao động từ -10% đến +15%

Bán: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới thấp hơn -10%

Khuyến cáo

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.