

# CTCP DƯỢC HẬU GIANG (DHG)

Ngày 29 tháng 9 năm 2014

## BÁO CÁO CẬP NHẬT: MUA



Giá hiện tại (29/9/2014):	đồng	92.000
Giá mục tiêu:	đồng	115.000
Khuyến nghị ngắn hạn (phân tích kỹ thuật): Nắm giữ		
Ngưỡng kháng cự	đồng	95.000
Ngưỡng hỗ trợ	đồng	90.000
Mã Bloomberg: <b>DHG VN</b>	Sàn giao dịch: HSX	
Ngành:	Dược phẩm	
Beta:		0,66
Giá cao / thấp nhất 52 tuần		79.500 / 112.500
Số lượng cổ phiếu (triệu)		87,2
Vốn hóa (tỷ đồng)		8.018
Tỷ lệ Free-float (%)		7,7%
KLGD 12 tháng		20.891 / ngày
Sở hữu nước ngoài (%)		49,0%
<b>Năm</b> (đơn vị: đồng/cp)	<b>Cổ tức</b>	<b>EPS (pha loãng)</b>
2015 (VPBS dự báo)	3.000	8.474
2014 (VPBS dự báo)	3.000	6.307
4 quý gần đây (cuối 2Q2014)	1.500	7.093
2013	3.500	6.758
2012	2.000	5.578
	<b>2009-13 CAGR</b>	<b>2014E (tỷ đồng)</b>
Doanh thu thuần	19,2%	3.921
EBITDA	11,7%	784
Lợi nhuận ròng	13,3%	550
	<b>2014-18 CAGR</b>	
	<b>DHG</b>	<b>Nhóm cùng ngành</b>
2014 P/E	14,6	11,0
LTM P/E	13,0	11,6
2013 Nợ vay/VCSH	6,4%	16,2%
2013 Biên LN ròng	16,7%	8,2%
2013 ROE	32,1%	17,0%
2013 ROA	21,7%	11,2%
	<b>VNI</b>	
	14,3	15,0
	97,3%	9,9%
	14,9%	3,4%

### Giới thiệu về công ty:

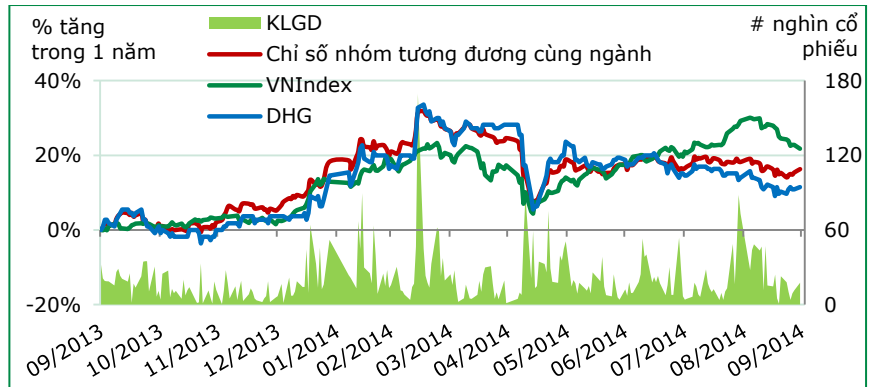
**Hoạt động chính:** sản xuất (92% doanh thu 6T2014), và phân phối (8%) dược phẩm

**Các sản phẩm chính:** các nhóm thuốc kháng sinh (2013: 38%), giảm đau (19%), đường hô hấp (12%)

**Rủi ro kinh doanh chính:** nguồn cung ứng nguyên liệu, danh mục sản phẩm khá tương ứng với các đối thủ cạnh tranh.

**Khách hàng:** 20.000 công ty, đại lý bán sỉ và hiệu thuốc trên cả nước

**Năm 2013:** Doanh thu: 3.527 tỷ đồng, Lợi nhuận ròng: 589 tỷ đồng, Vốn chủ sở hữu: 1.981 tỷ đồng.



Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu DHG với mức giá mục tiêu trong 12 tháng tới là **115.000** đồng/cổ phiếu (+25% so với mức giá hiện tại):

### Luận điểm đầu tư:

- ❖ **Doanh nghiệp hoạt động hiệu quả và dẫn đầu thị trường:** DHG chiếm thị phần lớn nhất so với các công ty dược phẩm nội địa. Trong 6T2014, công ty có biên lợi nhuận kinh doanh và biên lợi nhuận ròng lần lượt đạt 18,6% và 16,1% - cao nhất trong nhóm năm công ty dược phẩm có vốn hóa lớn nhất thị trường.
- ❖ **DHG đang có mức định giá khá thấp:** Chỉ số P/E dự phóng năm 2015 của DHG là 10,9 lần, thấp hơn so với mức P/E hiện tại của công ty (13,0 lần). Lợi nhuận ròng của DHG ước tính sẽ đạt mức tăng trưởng 34% trong năm tới nhờ vào doanh thu tăng 18% và chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp giảm 41%. Chúng tôi kỳ vọng P/E năm 2015 của DHG sẽ tiến về mức 13,0 lần trong 12 tháng tới.
- ❖ **Ưu đãi về thuế sẽ giúp công ty tiết kiệm 1.000 tỷ đồng (giá trị hiện tại):** Thời hạn thuế suất ưu đãi sẽ kéo dài 15 năm: 0% trong 4 năm đầu, 5% cho 9 năm tiếp theo và 10% trong 2 năm còn lại.

### Cập nhật 6T2014 – Doanh thu tăng trưởng tốt:

- ❖ **Doanh thu thuần tăng 13% so với cùng kỳ trong nửa đầu năm 2014** đạt 1.693 tỷ đồng. Chỉ số EPS pha loãng đạt 3.108 đồng, tăng 12% so với cùng kỳ.
- ❖ **Dự phóng năm 2014:** VPBS dự phóng lợi nhuận ròng của DHG sẽ đạt 550 tỷ đồng trong năm nay, giảm 6,7% so với cùng kỳ do kết quả kinh doanh năm 2013 bao gồm 128 tỷ đồng thu được từ việc chuyển nhượng nhãn hàng Eugica.

Vui lòng đọc khuyến cáo ở cuối báo cáo này.

---

## NỘI DUNG

Doanh thu tăng trưởng tốt trong 6 tháng đầu năm .....	3
Yếu tố hỗ trợ tích cực cho cổ phiếu DHG trong 12 tháng tới .....	5
Định giá cổ phiếu DHG – giá mục tiêu 115.000 đồng.....	6
Phân tích kỹ thuật .....	9
Phụ lục 1 – Dự phóng của VPBS .....	10
Phụ lục 2 – Biên lợi nhuận của nhóm năm công ty được phẩm có vốn hóa lớn nhất thị trường .....	12
Phụ lục 3 – Diễn biến giá cổ phiếu .....	13

## Doanh thu tăng trưởng tốt trong 6 tháng đầu năm

### Tóm tắt kết quả tài chính 6T2014

Tỷ đồng	2Q2014	2Q2013	2Q2014 vs. 2Q2013	6T2014*	6T2013*	6T2014 vs. 6T2013	2014F	2015F
<b>Kết quả kinh doanh</b>								
- Sản xuất	893	689	29,6%	1.556	1.353	15,0%	3.496	4.162
- Phân phối	73	68	7,7%	131	133	-1,5%	403	443
- Hoạt động khác	10	22	-55,8%	6	9	-33,3%	22	24
Doanh thu thuần	965	779	23,8%	1.693	1.495	13,2%	3.921	4.629
Lợi nhuận gộp	514	371	38,6%	893	714	25,1%	1.990	2.366
<b>Biên LN gộp</b>	<b>53,3%</b>	<b>47,6%</b>		<b>52,7%</b>	<b>47,8%</b>		<b>50,8%</b>	<b>51,1%</b>
Chi phí bán hàng & quản lý	322	232	38,7%	550	436	26,1%	1.293	1.536
CPBH & QL - % DT thuần	33,4%	29,8%		32,5%	29,2%		33,0%	33,2%
EBITDA	212	153	38,4%	380	308	23,4%	784	932
<b>Biên LN EBITDA</b>	<b>22,0%</b>	<b>19,7%</b>		<b>22,4%</b>	<b>20,6%</b>		<b>20,0%</b>	<b>20,1%</b>
Lợi nhuận kinh doanh**	177	139	27,6%	315	279	12,9%	639	761
<b>Biên LN kinh doanh</b>	<b>18,3%</b>	<b>17,8%</b>		<b>18,6%</b>	<b>18,0%</b>		<b>16,3%</b>	<b>16,4%</b>
Lợi nhuận trước thuế	192	161	19,3%	338	311	8,7%	712	838
Lợi nhuận ròng	154	126	22,1%	271	242	12,0%	550	739
<b>Biên LN ròng</b>	<b>15,9%</b>	<b>16,1%</b>		<b>16,0%</b>	<b>16,2%</b>		<b>14,0%</b>	<b>16,0%</b>
EPS pha loãng (đồng)	1.762	1.443	22,1%	3.108	2.776	12,0%	6.307	8.474
<b>Bảng CĐKT (06/30/2014 so với 12/31/2013)</b>								
Vốn chủ sở hữu				2.028	1.981	2,4%	2.487	2.964
Tổng tài sản				3.134	3.081	1,7%	3.630	4.251
Tổng nợ vay				97	127	-23,6%	137	139
Nợ / Vốn chủ sở hữu				53,7%	54,6%		45,0%	42,3%
<b>BVPS pha loãng (đồng)</b>				<b>23.258</b>	<b>22.724</b>	<b>2,4%</b>	<b>28.541</b>	<b>34.014</b>

\* Từ báo cáo tài chính đã kiểm toán cho 6T2014

\*\* Lợi nhuận kinh doanh = lợi nhuận thuần – CPBH & QL – chi phí chiết khấu thanh toán ròng

### Doanh thu hàng sản xuất tăng trưởng 15,0% trong 6T2014

Trong nửa đầu năm 2014, DHG ghi nhận mức doanh thu thuần đạt 1.693 tỷ đồng, tăng 13,2% so với cùng kỳ; lợi nhuận ròng đạt 271 tỷ đồng, tăng 12,0%. Phân khúc sản xuất của DHG chiếm tỷ trọng 92% trên tổng doanh thu thuần của công ty (năm 2013: 90%) và có mức tăng trưởng là 15,0% so với cùng kỳ năm trước, tương đương với mức tăng trưởng toàn ngành theo dự phóng của Tổ chức Business Monitor International.

DHG vẫn đạt mức tăng trưởng khá tốt trong 6T2014 mặc dù chịu tác động tiêu cực từ Thông tư 01/2013/TTLT-BYT-BTC và Thông tư 36/2013/TTL-BYT-BTC, cho thấy phân khúc hàng thương mại (OTC) đã được đẩy mạnh để bù đắp cho sự sụt giảm của nhóm hàng điều trị (ETC; giảm 28% so với cùng kỳ trong 5T2014). Trong nửa đầu năm nay, doanh thu bán hàng từ kênh ETC chỉ chiếm 10% trong tổng doanh thu hàng sản xuất, giảm so với mức 16% trong 6T2013.

### Doanh thu phân phối gần như không thay đổi trong 6T2014

Năm 2013, DHG đã chuyển nhượng thành công thương hiệu Eugica cho Công ty Mega Lifescience Limited (MLS) với mức phí thu được là 6 triệu USD (~ 128 tỷ đồng, đã được ghi nhận vào khoản lợi nhuận khác trong quý 3 năm 2013). Đến hết năm ngoái, DHG vẫn chịu trách nhiệm phân phối các sản phẩm Eugica tại

Việt Nam thay mặt cho MLS, do vậy vẫn ghi nhận doanh thu phân phối cho dòng sản phẩm này.

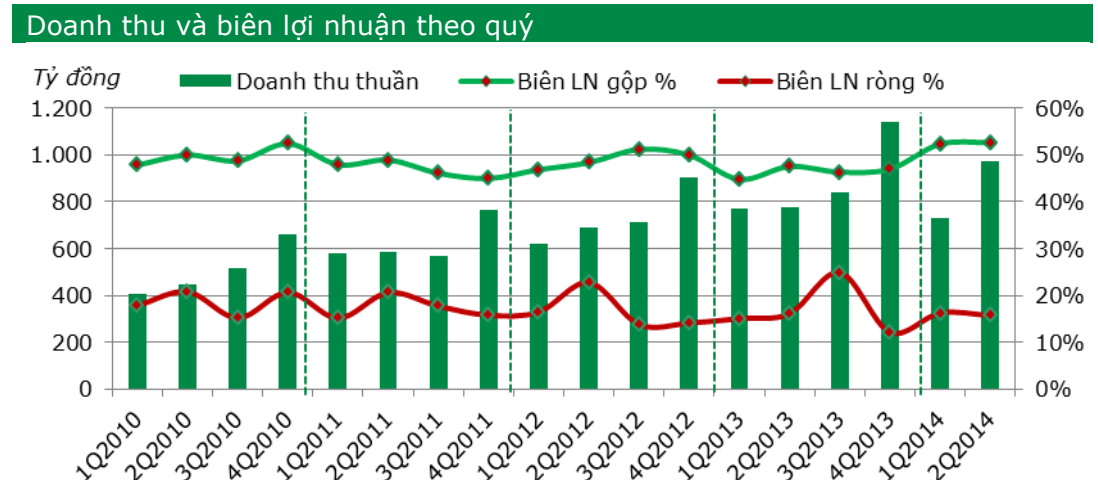
Bắt đầu từ năm 2014, MLS đã trực tiếp đảm nhận khâu phân phối cho sản phẩm Eugica, do đó DHG không còn ghi nhận doanh thu từ hoạt động này. Bên cạnh đó, doanh thu từ hoạt động phân phối nguyên vật liệu sản xuất thuốc đã đạt mức tăng trưởng 102% trong 6T2014. Đồng thời, doanh thu từ hoạt động phân phối thuốc của Merck & Co trong 6T2014 đạt 34 tỷ đồng, tăng 17 lần so với 6T2013. Do vậy, tổng doanh thu phân phối trong 6T2014 gần như không thay đổi so với cùng kỳ năm 2013.

### **Biên lợi nhuận gộp tăng trong 6T2014 chủ yếu do sự thay đổi cách ghi nhận kế toán**

Biên lợi nhuận gộp của DHG đã tăng từ mức 47,8% của 6T2013 lên mức 52,7% trong 6T2014. Tuy vậy, tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu thuần cũng đã tăng từ 20,3% lên 25,7% trong cùng giai đoạn. Thêm vào đó, công ty cũng đã ghi nhận 28 tỷ đồng chi phí chiết khấu thanh toán trong 6T2014, trong khi 6T2013 không ghi nhận khoản mục này. Do vậy, chúng tôi cho rằng sự thay đổi cách ghi nhận kế toán là nguyên nhân cho việc cải thiện biên lợi nhuận gộp của DHG. Cụ thể, một số khoản mục chi phí đã được chuyển từ mục khấu trừ doanh thu sang mục chi phí bán hàng và chi phí tài chính. Chúng tôi nhận thấy biên lợi nhuận kinh doanh của công ty ( $= [lợi\ nhuận\ gộp - chi\ phí\ bán\ hàng\ \&\ quản\ lý - chiết\ khấu\ thanh\ toán] / doanh\ thu\ thuần$ ) chỉ tăng nhẹ từ mức 18,0% trong 6T2013 lên mức 18,6% trong 6T2014.

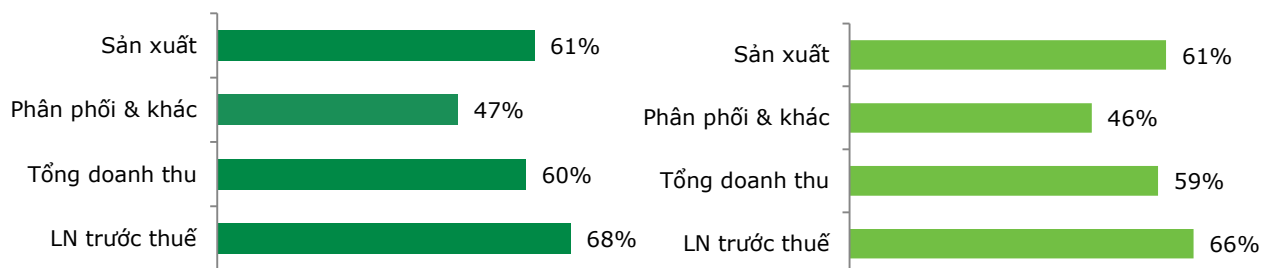
Chúng tôi đã áp dụng cách phân tích này với nhóm năm công ty dược phẩm có vốn hóa lớn nhất thị trường (DHG có vốn hóa lớn nhất). Xét về mặt tổng thể, chúng tôi thấy rằng biên lợi nhuận của DHG luôn dẫn đầu trong nhóm này. (tham khảo thêm ở [Phụ lục 2](#))

### **Quý 4 thường là quý có doanh thu cao nhất trong năm**



Nguồn: DHG, phân tích của VPBS

VPBS dự phóng doanh thu thuần của DHG trong năm 2014 sẽ đạt 3.921 tỷ đồng, tăng 11% so với năm 2013, trong đó doanh thu hàng sản xuất đạt 3.496 tỷ, tăng 16% so với năm ngoái. Lợi nhuận ròng cho năm nay ước đạt 550 tỷ đồng, giảm 6,7% do lợi nhuận năm 2013 bao gồm 128 tỷ đồng (~15% lợi nhuận trước thuế trong năm 2013) từ việc chuyển nhượng nhãn hàng Eugica.



Nguồn: Nghị quyết DHG năm 2014, VPBS phân tích

Trong 8T2014, DHG ghi nhận 2.316 tỷ doanh thu thuần, tăng 15,4% so với cùng kỳ. Lợi nhuận trước thuế đạt 445 tỷ, giảm 11,2% so với cùng kỳ, do doanh thu bất thường từ việc chuyển nhượng dòng sản phẩm Eugica đã được ghi nhận trong quý 3 năm ngoái.

Chúng tôi tin rằng, với tốc độ tăng trưởng như hiện nay, kết quả kinh doanh của DHG sẽ hoàn thành kế hoạch cho năm 2014 của ban điều hành (BDH).

## Yếu tố hỗ trợ tích cực cho cổ phiếu DHG trong 12 tháng tới

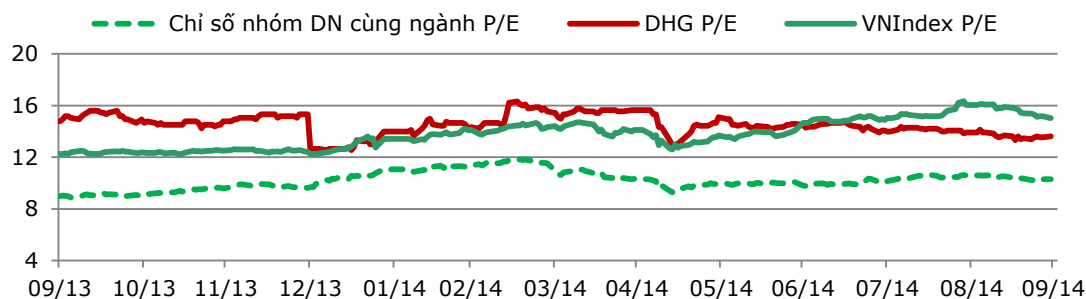
### Ưu đãi về thuế (15 năm kể từ năm 2015) sẽ giúp công ty tiết kiệm gần 1.000 tỷ đồng chi phí thuế thu nhập (giá trị hiện tại)

Trong báo cáo phân tích lần đầu CTCP DHG (tháng 5 năm 2014), chúng tôi có đề cập đến việc công suất sản xuất hàng năm của công ty đã tăng từ 4,6 tỷ lên 9,6 tỷ đơn vị sản phẩm nhờ hai nhà máy mới xây ở khu công nghiệp Tân Phú Thạnh. Hai nhà máy mới này sẽ được hưởng thuế suất ưu đãi trong 15 năm từ năm 2015 (thay vì từ 2014 như dự kiến). Cụ thể, mức thuế suất ưu đãi là: 0% trong bốn năm đầu vận hành, 5% trong chín năm tiếp theo và 10% cho hai năm còn lại. Bắt đầu từ năm 2014, DHG sẽ phân bổ từ 60% đến 80% kế hoạch sản xuất hàng năm của công ty vào hai nhà máy mới nhằm tận dụng chính sách ưu đãi thuế nói trên.

Chúng tôi dự phóng DHG sẽ tiết kiệm được khoảng 977 tỷ đồng (sau khi chiết khấu về thời điểm hiện tại) chi phí thuế trong cả giai đoạn ưu đãi này.

### Cổ phiếu DHG đang được giao dịch ở mức P/E dự phóng năm 2015 là 10,9 lần

Chúng tôi dự phóng EPS của DHG sẽ đạt 8.474 đồng trong năm 2015. Với mức giá hiện tại của DHG là 92.000 đồng/cổ phiếu, P/E năm 2015 là 10,9 lần, thấp hơn so với mức P/E hiện tại của DHG (13,0 lần) và của VNIndex (15,0 lần).

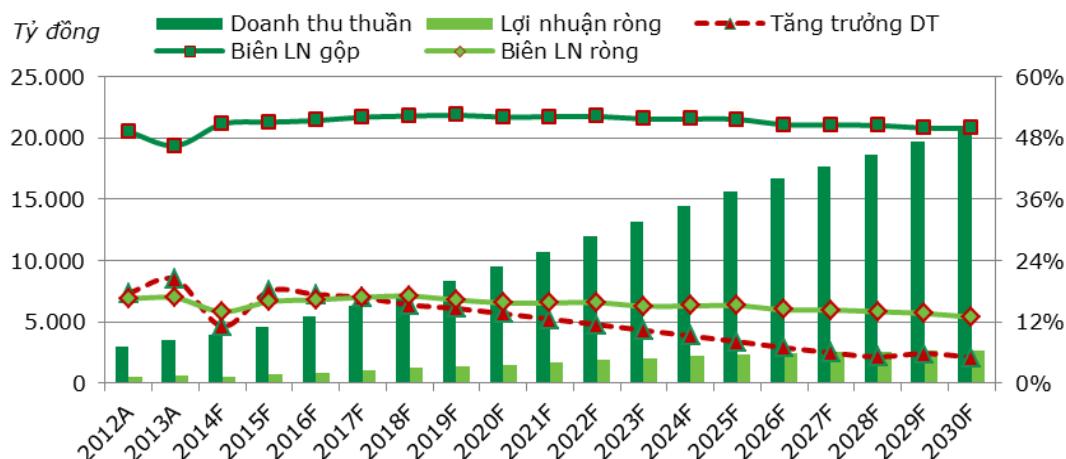


Nguồn: Bloomberg, dữ liệu giao dịch tại ngày 29/9/2014; P/E hiện tại

## Định giá cổ phiếu DHG – giá mục tiêu 115.000 đồng

### Dự phóng tăng trưởng doanh thu và biên lợi nhuận của DHG

#### Dự phóng của VPBS



Nguồn: phân tích của VPBS

**Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp:** tỷ trọng chi phí bán hàng trên doanh thu thuần sẽ dao động trong khoảng từ 25% đến 26% trong giai đoạn dự phóng; chi phí quản lý doanh nghiệp sẽ có tỷ trọng không đổi là 8%.

**Thuế suất hiệu dụng:** 22% trong năm 2014, khoảng từ 6% đến 15% từ năm 2015 đến năm 2029, và 20% từ năm 2030. Thuế suất thấp từ năm 2015 đến năm 2029 là nhờ vào chính sách ưu đãi thuế cho hai nhà máy mới của DHG.

#### Dự phóng bảng cân đối kế toán:

- Vòng quay phải thu:* dao động từ 53 đến 55 ngày trong giai đoạn dự báo
- Vòng quay hàng tồn kho:* dao động từ 147 đến 150 ngày trong giai đoạn dự báo
- Vòng quay phải trả:* giảm từ 52 ngày trong năm 2013 xuống còn 35 ngày trong năm 2014 nhờ lượng tiền mặt dồi dào vào cuối quý 2 năm nay. Vòng quay phải trả sẽ giảm dần xuống còn 30 ngày vào năm 2019 và không đổi trong các năm sau đó.
- Chi phí đầu tư:* chiếm từ 6% đến 10% doanh thu trong giai đoạn dự báo

#### Mô hình DCF – DHG được định giá ở mức 117.200 đồng

Các giả định chính trong mô hình 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 5,7%;
- Tỷ suất lợi nhuận thị trường* dự kiến ở mức 15,0%
- Chi phí sử dụng vốn* được ước tính là 14,4% theo mô hình định giá tài sản vốn (CAPM) với beta là 0,66
- Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)* là 11,8%
- Mức tăng trưởng dài hạn của DHG* là 5,0%

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

Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn		WACC				
		10,8%	11,3%	11,8%	12,3%	12,8%
	3,0%	121.500	112.800	105.100	98.300	92.300
	4,0%	129.300	119.200	110.400	102.700	96.000
	5,0%	139.900	127.600	117.200	108.300	100.600
	6,0%	154.800	139.200	126.400	115.600	106.500
	7,0%	177.600	156.300	139.400	125.800	114.600

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 chi phí bán hàng (CPBH) và chi phí quản lý (CPQL) trên doanh thu:

% thay đổi tỉ suất CPBH và CPQL trên doanh thu		% thay đổi biên LN gộp - HTSX				
		-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%
	-2,0%	143.200	157.400	171.500	185.600	199.800
	-1,0%	116.100	130.200	144.400	158.500	172.600
	0,0%	88.900	103.100	117.200	131.300	145.500
	1,0%	61.800	75.900	90.100	104.200	118.300
	2,0%	34.600	48.800	62.900	77.000	91.200

### Phương pháp định giá theo thị trường – DHG được định giá ở mức 110.200 đồng/cổ phiếu

	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	Chỉ số P/B tương đối hiện tại
	trệu USD	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	Hiện tại	2014F	Hiện tại	2014E	hiện tại	
Sàn giao dịch																	
HSX	90	31,8	20,1	8,3	8,9	45,0	15,2	12,9	14,5	27,3	26,3	14,4	12,2	2,7	2,7	0,96	1,37
HSX	54	11,3	13,4	7,2	7,5	13,6	17,2	10,7	11,5	15,8	17,9	9,5	9,6	1,7	1,6	0,63	0,87
HSX	47	5,4	2,8	9,5	7,2	0,0	0,0	9,0	6,9	10,9	8,4	15,7	12,0	1,3	1,2	1,05	0,67
HSX	37	23,1	11,9	11,1	10,0	19,8	19,7	11,6	10,9	17,3	16,0	13,7	12,2	2,0	N/A	0,91	1,02
HNX	23	14,9	17,9	14,6	15,6	0,0	0,0	27,7	29,5	36,1	38,9	7,5	10,4	3,1	N/A	0,49	2,61
HSX	17	-2,9	10,3	3,1	4,5	132,3	89,9	2,5	4,7	8,0	11,4	8,7	9,6	1,2	N/A	0,58	0,60
	44,6	13,9	12,7	9,0	8,9	35,1	23,7	12,4	13,0	19,2	19,8	11,6	11,0	2,0	1,8	0,77	1,19
	42,3	13,1	12,7	8,9	8,2	16,7	16,2	11,1	11,2	16,5	17,0	11,6	11,2	1,9	1,6	0,77	0,95
Quốc gia																	
In-đô-nê-xi-a	950	14,7	3,4	9,5	9,3	N/A	4,9	14,1	12,6	19,8	17,8	18,7	16,8	3,0	2,7	0,89	1,08
Ấn Độ	2.394	22,7	17,7	10,9	14,2	49,3	48,7	10,1	12,6	25,6	33,1	22,2	25,5	7,7	8,0	1,18	2,65
Ấn Độ	659	-9,5	N/A	36,7	N/A	63,4	N/A	16,7	N/A	49,8	N/A	N/A	40,9	4,0	3,8	N/A	1,37
Trung Quốc	2.726	37,3	21,1	18,3	19,2	0,0	0,0	12,8	14,4	13,7	15,5	86,6	48,6	12,6	10,7	7,79	8,56
Ấn Độ	1.297	22,0	3,7	8,9	10,9	89,3	37,1	13,7	15,7	37,6	36,8	33,9	33,1	11,8	11,7	1,80	4,04
Ấn Độ	320	6,2	23,5	8,1	10,5	10,5	3,7	7,6	11,0	11,1	16,3	11,6	14,7	2,4	2,4	0,62	0,82
Ấn Độ	771	13,9	26,1	11,4	10,9	54,5	62,1	7,4	7,2	14,4	14,3	44,6	45,2	6,5	6,9	2,37	2,24
	15,3	15,9	14,8	12,5		44,5	26,1	11,8	12,3	24,6	22,3	36,2	32,1	6,9	6,6	2,44	2,97
	14,7	19,4	10,9	10,9		51,9	21,0	12,8	12,6	19,8	17,0	28,0	33,1	6,5	6,9	1,49	2,24
	14,7	14,3	12,1	10,7		39,8	24,9	12,1	12,6	22,1	21,1	23,9	22,4	4,6	5,2	1,6	2,1
	14,7	15,6	9,5	10,2		32,4	16,2	11,6	12,1	17,3	17,0	15,0	14,7	3,0	3,3	0,9	1,4
HSX	378	17,7	20,3	16,6	16,7	1,2	6,4	22,5	21,7	31,7	32,1	13,0	14,6	3,9	3,2	0,86	1,96

Nguồn: Bloomberg, dữ liệu giao dịch tại ngày 29/9/2014



Do các chỉ số cơ bản của DHG đều đứng đầu so với nhóm công ty nội địa cùng ngành, chúng tôi tin rằng cổ phiếu DHG là cơ hội đầu tư hấp dẫn trong thời điểm hiện tại. Mặc dù mức P/E hiện tại của DHG (13,0 lần) đang cao hơn 12% so với mức P/E hiện tại của nhóm doanh nghiệp cùng ngành, chúng tôi tin mức định giá này là hợp lý bởi vì DHG đang có vị thế dẫn đầu ngành dược (trong số các công ty nội địa cùng ngành); đồng thời, biên lợi nhuận của công ty cũng là khá cao so với nhóm công ty trên. Thêm vào đó, chúng tôi kỳ vọng EPS của DHG sẽ đạt mức tăng trưởng 34% trong năm 2015.

Trong 12 tháng tới, chúng tôi kỳ vọng mức P/E dự phóng năm 2015 của công ty (hiện giờ là 10,9 lần) sẽ tiến về mức 13,0 lần, bằng với mức P/E hiện tại của DHG (tại ngày 29/9/2014).

**Phương pháp DCF + phương pháp thị trường = 115.000 đồng/cổ phiếu**

Phương pháp định giá	Định giá	Tỷ trọng
DCF	117.200	70%
P/E hiện tại 13,0 lần	110.200	30%
<b>Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)</b>		<b>115.000</b>



## Phân tích kỹ thuật

DHG dao động trong biên độ 93.000-98.000 đồng/cổ phiếu từ tháng 6/2014 đến cuối tháng 8/2014. Sau đó, đường giá cổ phiếu này đã rơi xuống dưới kênh tích lũy vào giữa tháng 9 để thiết lập mức giá thấp nhất trong vòng 3 tháng tại 90.000 đồng/cổ phiếu.

Hiện tại, DHG đang giao dịch phía dưới các đường trung bình động ngắn hạn (MA20 ngày) và trung hạn (MA50 ngày). Tuy vậy, khối lượng giao dịch không cao cho thấy lực bán ra không thực sự mạnh. Do đó, chúng tôi cho rằng lực bán hiện tại khó có thể khiến DHG giảm giá mạnh được nữa. Tuy vậy, cổ phiếu này cần phải tăng giá qua vùng 95.000 đồng/cổ phiếu để có thể thiết lập một xu hướng tăng trung hạn. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với DHG tại thời điểm phát hành báo cáo này.

Tại ngày 29/9/2014	DHG (đồng/cp)
Thời gian phân tích	3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong 3 tháng	98.000
Giá thấp nhất trong 3 tháng	90.000
Đường MA50 ngày hiện tại	93.000
Đường MA100 ngày hiện tại	95.000
Kháng cự trung hạn	95.000
Hỗ trợ trung hạn	90.000
<b>Khuyến nghị</b>	<b>NẮM GIỮ</b>



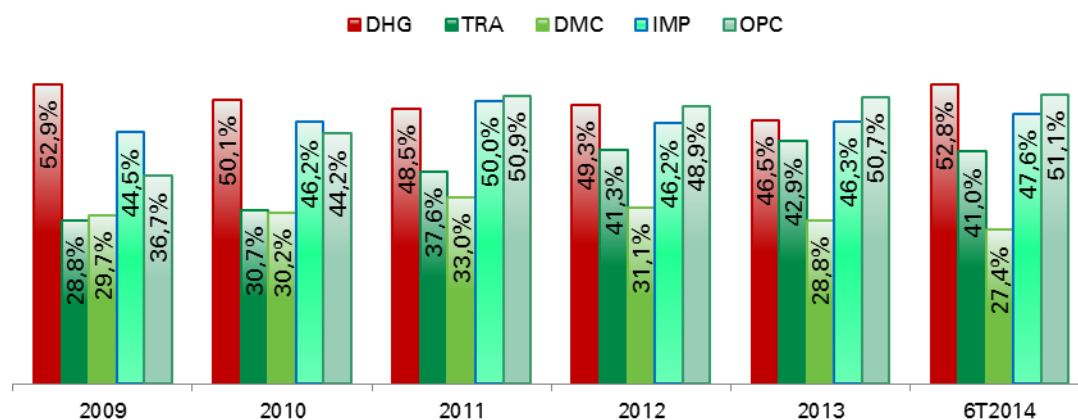
## Phụ lục 1 – Dự phóng của VPBS

<b>BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đồng)</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>2.491</b>	<b>2.931</b>	<b>3.527</b>	<b>3.921</b>	<b>4.629</b>	<b>5.435</b>	<b>6.346</b>	<b>7.319</b>
% tăng trưởng	22,4%	17,7%	20,3%	11,2%	18,1%	17,4%	16,8%	15,3%
Giá vốn hàng bán	1.282	1.487	1.887	1.931	2.263	2.640	3.039	3.491
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.209</b>	<b>1.444</b>	<b>1.640</b>	<b>1.990</b>	<b>2.366</b>	<b>2.795</b>	<b>3.306</b>	<b>3.828</b>
Chi phí bán hàng và quản lý DN	744	928	1.041	1.293	1.536	1.813	2.126	2.461
<b>EBIT</b>	<b>465</b>	<b>516</b>	<b>600</b>	<b>698</b>	<b>831</b>	<b>982</b>	<b>1.180</b>	<b>1.368</b>
Khấu hao	54	67	71	86	102	120	140	161
<b>EBITDA</b>	<b>518</b>	<b>583</b>	<b>671</b>	<b>784</b>	<b>932</b>	<b>1.102</b>	<b>1.320</b>	<b>1.529</b>
Doanh thu tài chính	49	42	48	50	54	52	52	59
Chi phí tài chính	7	4	16	68	81	95	109	124
Lợi nhuận (chi phí) khác	(5)	31	151	33	34	36	38	40
Lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết	-10	0	0	0	0	0	0	0
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>491</b>	<b>585</b>	<b>782</b>	<b>712</b>	<b>838</b>	<b>975</b>	<b>1.161</b>	<b>1.343</b>
Chi phí thuế	71	93	188	157	92	78	81	81
Thuế suất hiệu dụng	14,5%	16,0%	24,1%	22,0%	11,0%	8,0%	7,0%	6,0%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>420</b>	<b>491</b>	<b>593</b>	<b>555</b>	<b>746</b>	<b>897</b>	<b>1.079</b>	<b>1.262</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	4	5	4	6	7	9	11	13
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	<b>416</b>	<b>486</b>	<b>589</b>	<b>550</b>	<b>739</b>	<b>888</b>	<b>1.069</b>	<b>1.250</b>
% tăng trưởng	9,0%	16,9%	21,2%	-6,7%	34,4%	20,2%	20,4%	16,9%
Lãi trên c/p đã pha loãng (đồng)	4.768	5.575	6.758	6.307	8.474	10.187	12.261	14.337
<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>
Tiền và các khoản tương đương tiền	467	719	613	764	795	895	1.190	1.619
Các khoản đầu tư ngắn hạn	0	0	170	170	170	170	170	170
Các khoản phải thu	338	444	506	569	685	819	956	1.103
Hàng tồn kho	515	512	758	783	924	1.085	1.249	1.435
Tài sản ngắn hạn khác	171	143	186	189	208	230	253	279
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>1.491</b>	<b>1.818</b>	<b>2.233</b>	<b>2.476</b>	<b>2.782</b>	<b>3.199</b>	<b>3.818</b>	<b>4.606</b>
Tài sản cố định	459	517	799	1.105	1.420	1.735	2.039	2.318
Các khoản đầu tư dài hạn	17	17	21	21	21	21	21	21
Tài sản dài hạn khác	28	27	28	28	28	28	28	28
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>505</b>	<b>561</b>	<b>848</b>	<b>1.154</b>	<b>1.469</b>	<b>1.784</b>	<b>2.088</b>	<b>2.367</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>1.996</b>	<b>2.378</b>	<b>3.081</b>	<b>3.630</b>	<b>4.251</b>	<b>4.983</b>	<b>5.907</b>	<b>6.973</b>
Các khoản phải trả	124	74	268	185	211	239	266	296
Vay nợ ngắn hạn	21	19	127	137	139	136	127	110
Nợ ngắn hạn khác	399	560	635	743	849	962	1.090	1.226
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>544</b>	<b>654</b>	<b>1.030</b>	<b>1.065</b>	<b>1.199</b>	<b>1.336</b>	<b>1.483</b>	<b>1.632</b>
Vay nợ dài hạn	0	0	0	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	58	21	51	53	56	59	62	65
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>58</b>	<b>21</b>	<b>51</b>	<b>53</b>	<b>56</b>	<b>59</b>	<b>62</b>	<b>65</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>602</b>	<b>675</b>	<b>1.081</b>	<b>1.119</b>	<b>1.255</b>	<b>1.395</b>	<b>1.545</b>	<b>1.697</b>
Vốn cổ phần & thặng dư vốn cổ phần	652	654	654	872	872	872	872	872
Lợi nhuận chưa phân phối	377	477	560	848	1.325	1.908	2.671	3.572
Vốn khác	352	557	768	768	768	768	768	768
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.382</b>	<b>1.688</b>	<b>1.981</b>	<b>2.487</b>	<b>2.964</b>	<b>3.547</b>	<b>4.311</b>	<b>5.212</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	12	16	18	24	31	40	51	63
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>1.996</b>	<b>2.378</b>	<b>3.081</b>	<b>3.630</b>	<b>4.251</b>	<b>4.983</b>	<b>5.907</b>	<b>6.973</b>

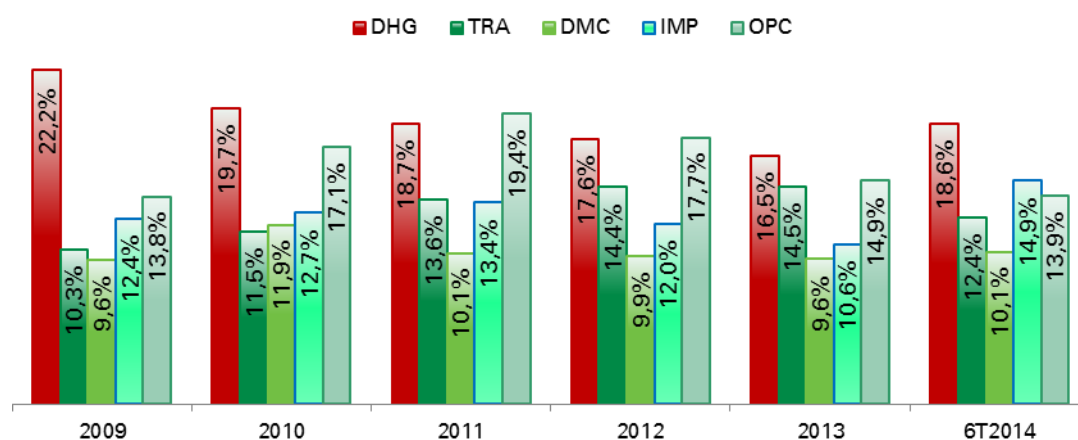
<b>BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	263	470	484	568	697	831	1.040	1.218
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(188)	(88)	(468)	(390)	(414)	(432)	(441)	(436)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	(251)	(131)	(122)	(28)	(252)	(299)	(303)	(353)
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>(175)</b>	<b>252</b>	<b>(106)</b>	<b>151</b>	<b>31</b>	<b>100</b>	<b>295</b>	<b>429</b>
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	643	467	719	613	764	795	895	1.190
<b>Tiền và tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>467</b>	<b>719</b>	<b>613</b>	<b>764</b>	<b>795</b>	<b>895</b>	<b>1.190</b>	<b>1.619</b>
<b>Dòng tiền tự do của công ty</b>	<b>13</b>	<b>342</b>	<b>142</b>	<b>176</b>	<b>280</b>	<b>396</b>	<b>595</b>	<b>779</b>
<b>PHÂN TÍCH CHỈ SỐ</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>
<b>Chỉ số định giá</b>								
Chỉ số P/E			13,6x	14,6x	10,9x	9,0x	7,5x	6,4x
Chỉ số PEG			0,6x	n/a	0,3x	0,4x	0,4x	0,4x
EV / EBIT			12,6x	10,8x	9,1x	7,7x	6,4x	5,5x
EV / EBITDA			11,2x	9,6x	8,1x	6,8x	5,7x	4,9x
Chỉ số P/S			2,3x	2,0x	1,7x	1,5x	1,3x	1,1x
Chỉ số P/B			4,0x	3,2x	2,7x	2,3x	1,9x	1,5x
Lợi suất cổ tức			3.500	3.000	3.000	3.500	3.500	4.000
<b>Chỉ số sinh lời</b>								
Biên LN gộp	48,5%	49,3%	46,5%	50,8%	51,1%	51,4%	52,1%	52,3%
Biên EBITDA	20,8%	19,9%	19,0%	20,0%	20,1%	20,3%	20,8%	20,9%
Biên LN hoạt động	18,7%	17,6%	17,0%	17,8%	17,9%	18,1%	18,6%	18,7%
Biên LN ròng	16,7%	16,6%	16,7%	14,0%	16,0%	16,3%	16,8%	17,1%
Tỷ số LN/tổng tài sản	22,0%	22,5%	21,7%	16,5%	18,9%	19,4%	19,8%	19,6%
Tỷ số LN/vốn chủ sở hữu	31,2%	31,7%	32,1%	24,6%	27,1%	27,3%	27,2%	26,2%
<b>Chỉ số đòn bẩy</b>								
Tỷ số thanh toán lãi vay	227,9x	197,5x	264,1x	91,5x	86,5x	88,4x	108,6x	134,7x
Tỷ số thanh toán lãi vay và CPĐT từ EBITDA	2,1x	4,5x	1,9x	2,0x	2,2x	2,5x	2,9x	3,4x
Tỷ số nợ vay / vốn chủ sở hữu	1,5%	1,2%	6,4%	5,5%	4,7%	3,8%	2,9%	2,1%
Tỷ số nợ / vốn chủ sở hữu	43,6%	40,0%	54,6%	45,0%	42,3%	39,3%	35,8%	32,6%
<b>Chỉ số thanh khoản</b>								
Hệ số vòng quay tài sản	1,3x	1,3x	1,3x	1,2x	1,2x	1,2x	1,2x	1,1x
Hệ số vòng quay các khoản phải thu (ngày)	49,5	55,3	52,3	53,0	54,0	55,0	55,0	55,0
Hệ số vòng quay các khoản phải trả (ngày)	35,2	18,1	51,8	35,0	34,0	33,0	32,0	31,0
Hệ số vòng quay hàng tồn kho (ngày)	146,7	125,6	146,6	148,0	149,0	150,0	150,0	150,0
Hệ số thanh toán hiện hành	2,7x	2,8x	2,2x	2,3x	2,3x	2,4x	2,6x	2,8x
Hệ số thanh toán nhanh	1,8x	2,0x	1,4x	1,6x	1,5x	1,6x	1,7x	1,9x

## Phụ lục 2 – Biên lợi nhuận của nhóm năm công ty được phẩm có vốn hóa lớn nhất thị trường

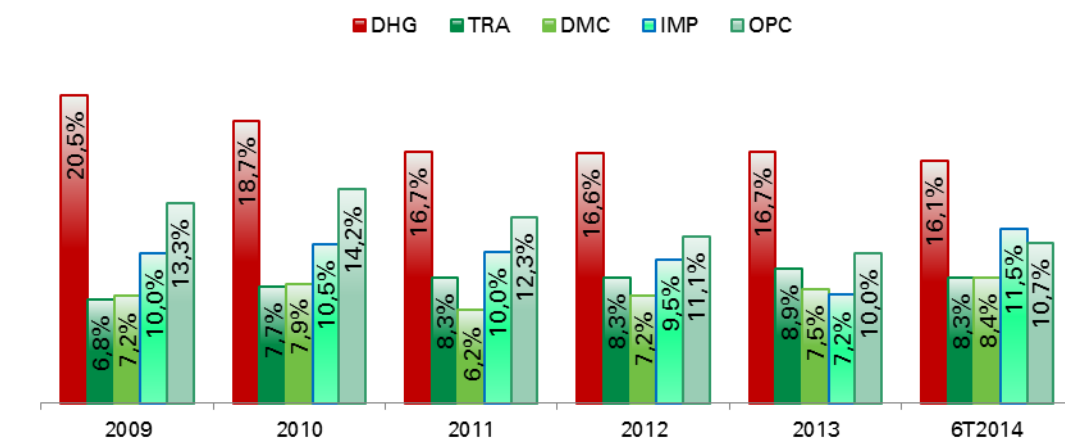
### Biên lợi nhuận gộp



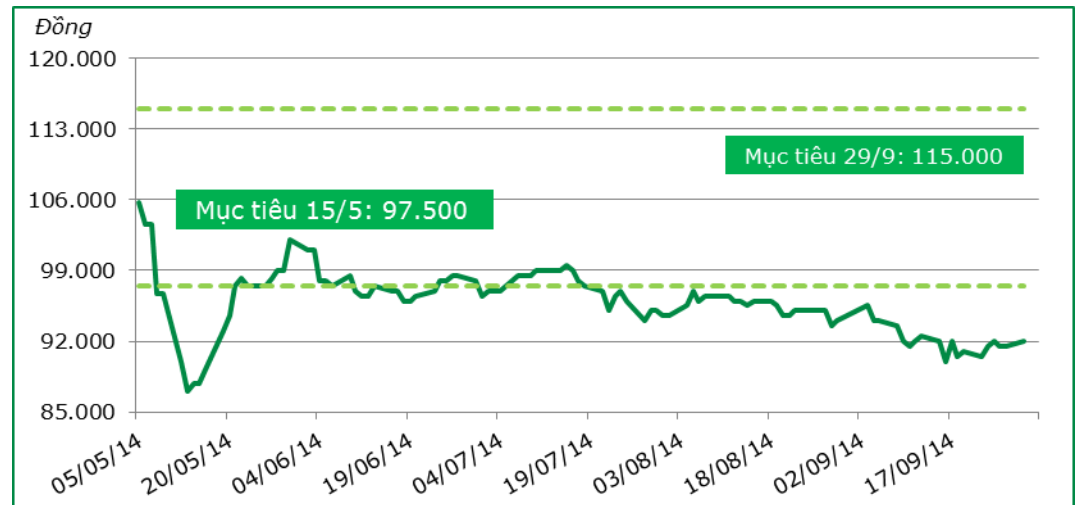
### Biên lợi nhuận kinh doanh



### Biên lợi nhuận ròng



### Phụ lục 3 – Diễn biến giá cổ phiếu



Trong báo cáo phân tích lần đầu DHG vào ngày 15/5/2014, chúng tôi đã đưa ra khuyến nghị MUA dài hạn với giá mục tiêu là 97.500 đồng/cổ phiếu. Vào thời điểm đó, DHG giao dịch trên thị trường với giá 87.750 đồng (đã điều chỉnh cho việc chia cổ phiếu 3:1 trong quý 2 năm nay). Giá cổ phiếu DHG sau đó đã chạm giá mục tiêu vào ngày 21/5, và hiện đang giao dịch ở mức 92.000 đồng, cao hơn 5% so với giá ngày 15/5.

Giá mục tiêu mới của chúng tôi là 115.000 đồng/cổ phiếu, cao hơn 25% so với giá đóng cửa tại ngày 29/9/2014.

---

## 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%

## LIÊN HỆ

**Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:**

**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

**Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:**

**Marc Djandji, CFA**

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Tổ chức

& Nhà đầu tư Nước ngoài

marcdjandji@vpbs.com.vn

+848 3823 8608 Ext: 158

**Lý Đức Dũng**

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân

dungld@vpbs.com.vn

+844 3974 3655 Ext: 335

**Võ Văn Phương**

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1

Thành phố Hồ Chí Minh

phuongvv@vpbs.com.vn

+848 6296 4210 Ext: 130

**Domalux**

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2

Thành phố Hồ Chí Minh

domalux@vpbs.com.vn

+848 6296 4210 Ext: 128

**Trần Đức Vinh**

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ

Hà Nội

vinhtd@vpbs.com.vn

+844 3835 6688 Ext: 369

**Nguyễn Danh Vinh**

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai

Thành phố Hồ Chí Minh

vinhnd@vpbs.com.vn

+848 3823 8608 Ext: 146

## 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.

### 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