

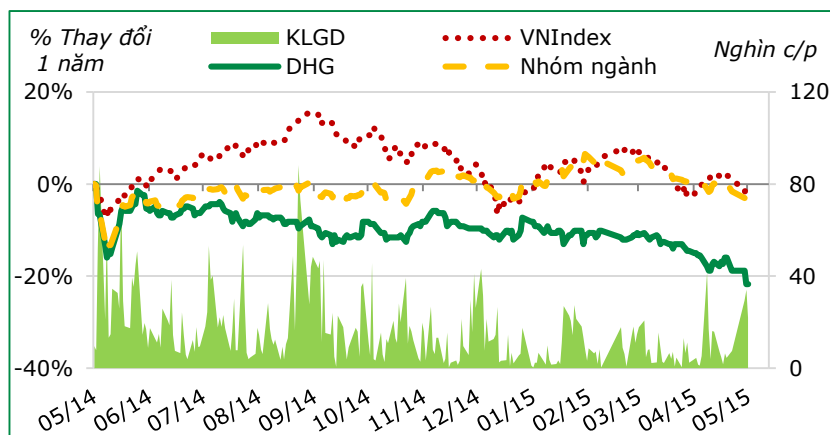
CTCP DƯỢC PHẨM DHG (DHG)

Ngày 12 tháng 5 năm 2015

BÁO CÁO CẬP NHẬT: NĂM GIỮ



Giá hiện tại (11/5/2015):	(đồng)	76.000
Giá mục tiêu:	(đồng)	81.000
Khuyến nghị ngắn hạn:	BÁN	
Ngưỡng kháng cự:	(đồng)	88.000
Ngưỡng hỗ trợ:	(đồng)	70.000
Mã Bloomberg: DHG VN	Sàn giao dịch: HSX	
Ngành:	Y tế / Dược phẩm	
Beta:	0,68	
Giá thấp/cao nhất 52 tuần	76.000 / 103.500	
Số lượng cổ phiếu (triệu)	87	
Vốn hóa (tỷ đồng)	6.624	
Tỷ lệ free float (%)	7,3%	
KLGD BQ 12 tháng (cp)	16.090	
Sở hữu nước ngoài (%)	49,0%	
(đơn vị: đồng/cp)	Cổ tức	EPS pha loãng
VPBS dự báo 2016	3.000	8.173
VPBS dự báo 2015	3.000	7.264
2014	1.500	6.119
2013	3.500	6.758
	2010-15 CAGR	2015E (tỷ đồng) CAGR
Doanh thu thuần	14,3%	3.970 7,6%
EBITDA	13,8%	844 6,0%
Lợi nhuận ròng	10,7%	633 7,2%
	DHG	Nhóm ngành VNI
P/E 2015	10,5	10,7 12,3
P/E 2014	12,4	10,2 12,2
Nợ vay/VCSH 2014	7,8%	0,0% 114,2%
Biên LN ròng 2014	13,6%	9,6% 9,5%
ROE 2014	25,0%	19,6% 2,7%
ROA 2014	16,3%	13,1% 14,6%



Chúng tôi thay đổi khuyến nghị từ MUA sang **NĂM GIỮ** dài hạn đối với cổ phiếu DHG và hạ mức giá mục tiêu 12 tháng xuống **81.000** đồng/cổ phiếu (từ mức 115.000 đồng/cổ phiếu trong báo cáo trước):

Luận điểm đầu tư:

- ❖ Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng doanh thu của DHG: Chúng tôi cho rằng công ty đang bước vào giai đoạn tăng trưởng ổn định trong vài năm tới. Tốc độ tăng trưởng khá cao trong quá khứ đang gây áp lực lớn đối với sự tăng trưởng kinh doanh của DHG trong tương lai.
- ❖ Tuy vậy, chúng tôi kỳ vọng lãi ròng sẽ tăng trưởng 19% trong năm 2015. Động lực chính giúp lợi nhuận ròng tăng trưởng đến từ sự ưu đãi về thuế trong 15 năm đối với hai xưởng sản xuất mới của DHG. Chúng tôi dự phóng thuế suất hiệu dụng sẽ giảm từ 26,1% năm 2014 xuống mức 14,3% năm 2015.
- ❖ "Năm 2015 – Tái sinh và Thịnh vượng". Trong năm 2015, ban lãnh đạo của DHG sẽ tiến hành rà soát và tái cơ cấu lại mô hình hoạt động cũng như danh mục sản phẩm của doanh nghiệp. Mục tiêu là để giúp DHG quay trở lại mức tăng trưởng cao như những năm gần đây. Chúng tôi tin rằng điều này là hoàn toàn có thể, nhưng cần thêm bằng chứng trước khi nâng mức dự phóng hiện tại.
- ❖ DHG dự tính sẽ xây nhà máy mới trong năm 2015. Nhà máy mới này sẽ được thiết kế theo tiêu chuẩn PIC/S và được dự kiến sẽ hoàn thành trong năm 2017. Chúng tôi lo ngại là các đối thủ của công ty có thể cũng sẽ đạt được tiêu chuẩn PIC/S vào thời điểm nói trên.

Vui lòng đọc khuyến cáo ở cuối báo cáo này.

NỘI DUNG

Năm 2014 – Lợi nhuận “cốt lõi” tăng trưởng 8%.....	3
Kế hoạch kinh doanh năm 2015	3
DHG đang bước vào giai đoạn tăng trưởng ổn định	4
Dự phóng và giả định – Năm 2015 đến năm 2019	5
Định giá DHG ở mức 81.000 đồng/cổ phiếu	6
Phân tích kỹ thuật.....	7
Phụ lục 1 – Dự phóng của VPBS	8
Phụ lục 2 – Diễn biến giá cổ phiếu trong quá khứ.....	10

Mặc dù sự thay đổi về chính sách kế toán là nguyên nhân chính dẫn đến doanh thu tăng cao trong năm 2014, nhưng lợi nhuận kinh doanh vẫn đạt mức tăng trưởng 12,5% trong năm qua nhờ vào các nỗ lực cắt giảm chi phí của công ty.

Năm 2014 – Lợi nhuận “cốt lõi” tăng trưởng 8%

Trong năm 2014, DHG ghi nhận 533 tỷ đồng lợi nhuận ròng (EPS: 6.120 đồng), giảm 9,5% so với năm trước và thấp hơn một chút so với dự phóng của chúng tôi là 550 tỷ đồng (báo cáo cập nhật phát hành vào tháng 9 năm 2014). Tuy vậy, nếu loại trừ khoản thu nhập 127 tỷ đồng từ việc bán nhãn sản phẩm Eugica trong năm 2013 thì lợi nhuận ròng năm 2014 tăng trưởng 8%.

Tỷ đồng	2012A	% tăng / giảm	2013A	% tăng / giảm	2014A	% tăng / giảm
Doanh thu thuần	2.931	17,7%	3.391	15,7%	3.913	15,4%
- Sản xuất	2.704	17,3%	3.005	11,1%	3.569	18,8%
- Phân phối	113	13,4%	366	224,8%	328	-10,4%
- Khác	114	31,5%	20	-82,4%	16	-21,5%
Biên LN gộp	49,3%		48,0%		54,5%	
Chi phí KD, % DT	31,7%		30,3%		37,6%	
CPBH, % DT	24,2%		22,3%		28,1%	
CPQL, % DT	7,4%		8,0%		8,0%	
C/k thanh toán, % DT	0,0%		0,0%		1,5%	
Biên LN Kinh doanh	17,6%		17,7%		16,9%	
LN Kinh doanh	516	11,0%	587	13,7%	660	12,5%
LN ròng	486	16,9%	589	21,2%	533	-9,5%

Việc thay đổi chính sách kế toán là nguyên nhân chính giúp doanh thu đạt tốc độ tăng trưởng cao trong năm 2014. Cụ thể, chi phí khuyến mãi hàng bán được ghi nhận trong danh mục chi phí bán hàng trong năm 2014 thay vì trong khoản giảm trừ doanh thu như các năm trước đó. Nếu không có sự thay đổi này, chúng tôi ước tính doanh thu của DHG chỉ tăng 7% năm 2014.

Biên lợi nhuận gộp và chi phí bán hàng bị ảnh hưởng do sự thay đổi này. Do có sự dịch chuyển chi phí từ khoản giảm trừ doanh thu xuống chi phí bán hàng, biên lợi nhuận gộp và tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu của DHG đã cùng tăng ở mức khá tương ứng.

Tuy vậy, chính sách ghi nhận này sẽ không được lặp lại trong năm 2015. Thông tư 200/2014/TT-BTC của Bộ Tài chính (có hiệu lực từ ngày 1 tháng 1 năm 2015) chính thức yêu cầu doanh nghiệp phải ghi nhận chi phí khuyến mãi trong mục giảm trừ doanh thu. Do vậy, từ năm nay trở đi, DHG sẽ quay lại ghi nhận chi phí khuyến mãi như trong quá khứ.

Lợi nhuận kinh doanh đạt mức tăng trưởng 12,5% trong năm 2014 nhờ vào các nỗ lực cắt giảm chi phí. Theo chia sẻ từ phía ban lãnh đạo của DHG, trong năm vừa qua, công ty đã cắt giảm sản lượng đối với các sản phẩm có biên lợi nhuận thấp để dành công suất sản xuất cho các sản phẩm có biên lợi nhuận cao như Hapacol.

Kế hoạch kinh doanh năm 2015

Trong năm 2015, Ban điều hành của DHG đặt kế hoạch doanh thu đạt 4.000 tỷ đồng, tăng 2% so với năm trước; lợi nhuận trước thuế (không bao gồm doanh thu tài chính) ở mức 729 tỷ đồng, tăng 6%. Kế hoạch doanh thu khá thấp do có sự thay đổi trong chính sách kế toán như đã trình bày ở trên (chi phí chiết khấu sẽ được ghi nhận trong khoản giảm trừ doanh thu thay vì chi phí bán hàng). Nếu loại bỏ ảnh hưởng từ sự thay đổi này, mục tiêu doanh thu của DHG trong năm 2015 sẽ là 4.220 tỷ đồng, tăng 8% so với năm vừa qua.

Chúng tôi hạ mức dự phóng đối với doanh thu của DHG trong những năm tới. Chúng tôi cho rằng DHG rất có thể đang bước vào giai đoạn tăng trưởng ổn định. Tuy vậy, chúng tôi dự phóng lãi ròng của DHG sẽ tăng 19% trong năm 2015 do có mức thuế suất thấp hơn.

Kết quả Q1/2015: Trong quý 1 vừa qua, DHG ghi nhận 669 tỷ đồng doanh thu, hoàn thành 17% kế hoạch cả năm của Ban điều hành. Lợi nhuận trước thuế đạt 135 tỷ đồng, hoàn thành 18% kế hoạch.

DHG đang bước vào giai đoạn tăng trưởng ổn định

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng đối với doanh thu của DHG: Trong báo cập nhật tháng 9 năm 2014, chúng tôi dự phóng doanh thu của DHG sẽ đạt tốc độ tăng trưởng lũy kế hàng năm (CAGR) là 16,4% từ năm 2014 đến năm 2019. Trong báo cáo lần này, chúng tôi hạ mức dự phóng CAGR trong giai đoạn nói trên đối với doanh thu của DHG xuống còn 7,6%.

Chúng tôi cho rằng DHG đang bước vào giai đoạn tăng trưởng ổn định bởi vì:

- Tốc độ tăng trưởng cao trong quá khứ gây áp lực đối với mức tăng trưởng trong những năm tới: Từ năm 2004 đến năm 2014, doanh thu thuần của DHG đã đạt mức CAGR là 24%. Trong cùng giai đoạn trên, tổng doanh số ngành dược tại Việt Nam chỉ đạt mức CAGR là 17%, theo số liệu thống kê của Tổ chức Business Monitor International (BMI). Trong khi đó, danh mục sản phẩm của DHG không thay đổi nhiều và vẫn phụ thuộc vào các dòng thuốc kháng sinh và giảm đau.
- Kênh phân phối ETC tiếp tục gặp khó khăn do chính sách chung toàn ngành. Doanh số từ hệ điều trị (ETC) tiếp tục giảm đều trong những năm gần đây do ảnh hưởng từ Thông tư 01/2012/TTLT-BYT-BTC và Thông tư 36/2013/TTLT-BYT-BTC. Thuốc của DHG 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 DHG trong kênh ETC.
- DHG đang có thị phần cao nhất trong các công ty dược phẩm nội địa. Cuối năm 2014, DHG có tổng cộng 25.000 khách hàng và sở hữu 5% thị phần trong ngành dược phẩm Việt Nam (nguồn: DHG).
- Mục tiêu của DHG trong năm 2015 là "Tái sinh và Thịnh vượng". Theo chia sẻ từ phía công ty, DHG chấp nhận có mức tăng trưởng thấp năm nay do ban lãnh đạo muốn dành thời gian xem xét và, nếu cần, tái cơ cấu lại cơ cấu tổ chức cũng như các quy trình hoạt động của công ty (bao gồm các bộ phận sản xuất, nhân sự, bán hàng). Mục tiêu của DHG trong năm nay là tìm ra hướng đi mới để giúp công ty quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng cao như những năm trước. Mặc dù chúng tôi tin đây là bước đi cần thiết, nhưng vẫn cần thêm bằng chứng trước khi quyết định thay đổi mức dự phóng hiện tại của mình (CAGR doanh thu 2015 – 2019: 7,6%).

Thuế suất thấp sẽ giúp lợi nhuận ròng tăng trưởng trong năm 2015. Như đã đề cập trong các báo cáo trước, hai nhà máy mới của DHG tại khu công nghiệp Tân Phú Thạnh sẽ được hưởng thuế suất ưu đãi trong vòng 15 năm (tính từ năm 2015). Theo đó, chúng tôi dự phóng thuế suất hiệu dụng của DHG sẽ giảm từ mức 26,1% trong năm 2014 xuống còn 14,3% trong năm 2015. Lợi nhuận ròng của công ty nhờ đó sẽ đạt mức tăng trưởng 19% trong năm nay.

Kế hoạch đầu tư nhà máy mới theo tiêu chuẩn PIC/S. DHG đang dự tính chi 200 tỷ đồng để xây dựng nhà máy mới ở Nguyễn Văn Cừ - Cần Thơ để sản

xuất thuốc gói sủi bọt. Thời gian xây dựng dự kiến kéo dài từ năm 2015 đến năm 2017. DHG đã thuê Tập đoàn CM Plus từ Nhật Bản để tư vấn cho doanh nghiệp về mặt thiết kế và kỹ thuật để giúp nhà máy mới đạt tiêu chuẩn PIC/S.

Tiêu chuẩn PIC/S sẽ giúp DHG phân phối các sản phẩm gói sủi bọt (ví dụ thuốc kháng sinh Hapacol cho trẻ em) dễ hơn trong hệ ETC. Theo dự đoán của chúng tôi, thời gian sớm nhất mà nhà máy này có thể đi vào hoạt động là năm 2018. Tuy vậy, tại thời điểm đó, rất có thể các đối thủ khác cũng sẽ có được tiêu chuẩn này.

Dự phóng và giả định – Năm 2015 đến năm 2019

Dự phóng về doanh thu và biên lợi nhuận:

DT thuần (tỷ đồng)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
(1) Sản xuất	3.005	3.569	3.576	3.917	4.218	4.543	4.851
Tăng trưởng	11,1%	18,8%	0,2%	9,5%	7,7%	7,7%	6,8%
(2) Phân phối	366	328	377	396	416	437	459
Tăng trưởng	224,8%	-10,4%	15,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
(3) Khác	20	16	17	17	18	19	20
Tăng trưởng	15,8%	-21,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Tổng doanh thu thuần	3.391	3.913	3.970	4.330	4.652	4.999	5.330
Tăng trưởng	15,7%	15,4%	1,5%	9,1%	7,4%	7,5%	6,6%
Biên lợi nhuận gộp	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Sản xuất	53,6%	58,8%	54,0%	53,5%	53,0%	52,5%	52,5%
Phân phối	3,7%	7,9%	7,5%	7,5%	7,0%	7,0%	7,0%
Biên LN gộp hợp nhất	48,0%	54,5%	49,4%	49,1%	48,9%	48,4%	48,4%
CPBH & CPQL, % DT	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
CPBH, % DT thuần	22,3%	28,1%	22,5%	22,6%	22,7%	22,7%	22,8%
CPQL, % DT thuần	8,0%	8,0%	8,1%	8,1%	8,2%	8,2%	8,2%
CK Thanh toán, % DT thuần	0,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Thuê suất	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Thuế suất hiệu dụng	24,1%	26,1%	14,3%	10,0%	7,0%	6,0%	11,0%

Do thay đổi theo Thông tư 200/2014/TT-BTC (chi phí chiết khấu sẽ được ghi nhận trong khoản giảm trừ doanh thu thay vì trong chi phí bán hàng), chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp và tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu của DHG sẽ giảm trong năm 2015.

Dự phóng về bảng cân đối kế toán:

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Số ngày khoản phải thu	54	70	55	54	53	52	51
Số ngày hàng tồn kho	157	160	160	155	150	145	140
Số ngày khoản phải trả	55	54	50	45	40	39	38
Chi phí đầu tư, % doanh thu	10,1%	6,5%	9,0%	8,0%	7,0%	6,0%	5,0%

Số ngày hàng tồn kho tăng mạnh vào thời điểm cuối năm 2014 do lượng hàng bán ra trong Q4/2014 là khá lớn. Tuy vậy, Ban điều hành của DHG chia sẻ với chúng tôi rằng khoảng 70% đến 80% trong số này đã được thu về trong Q1/2015. Trong năm 2015, chúng tôi dự phóng số ngày hàng tồn kho sẽ quay trở lại mức 55 ngày, tương đương với năm 2013.

Định giá DHG ở mức 81.000 đồng/cổ phiếu

Phương pháp định giá	Tỷ trọng	đồng/cp
DCF	50%	82.200
P/E tại 12,0 lần (x 2015 EPS)	50%	80.000
Giá mục tiêu		81.000

Chúng tôi thay đổi tỷ trọng các phương pháp định giá từ 70% DCF – 30% P/E sang 50% DCF – 50% P/E. Chúng tôi cho rằng tỷ lệ mới này sẽ cân bằng tốt hơn rủi ro về giá cổ phiếu trong ngắn hạn với tiềm năng công ty trong dài hạn.

Mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF) – DHG: 82.100 đồng/cổ phiếu

- *Lãi suất phi rủi ro* được lấy từ lợi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm, hiện tương đương với 5,9%.
- *Phần bù rủi ro thị trường Việt Nam* là 8,56%.
- Chi phí vốn cổ phần được ước tính là 11,8% theo mô hình định giá tài sản vốn (CAPM) với beta là 0,68.
- *Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)* là 11,7%.
- *Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn* của DHG giảm từ mức 5,0% ở báo cáo trước xuống mức 3,5% để phản ánh tốt hơn kỳ vọng tăng trưởng dài hạn của nền kinh tế nói chung.

Phân tích độ nhạy:

		WACC				
		10,7%	11,2%	11,7%	12,2%	12,7%
Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn	1,5%	86.700	81.500	76.900	72.700	68.900
	2,5%	90.100	84.300	79.200	74.700	70.600
	3,5%	94.300	87.800	82.100	77.100	72.600
	4,5%	100.000	92.400	85.900	80.200	75.200
	5,5%	107.900	98.600	90.800	84.100	78.400

So sánh với nhóm công ty cùng ngành

	Sàn giao dịch	Vốn hóa	Tăng trưởng doanh thu (% tăng)		Biên LN ròng (%)		Nợ vay trên VCSH (%)		ROA (%)		ROE (%)		P/E		P/B		
			Triệu USD		2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	Trượt	2015E	Trượt
CTCP Dược phẩm Traphaco	HSX	92	20,1	-1,9	8,9	8,8	15,2	4,0	14,5	13,1	26,3	19,8	13,7	13,4	2,5		
CTCP Xuất-Nhập Khẩu Y tế Domesco	HSX	51	13,4	3,9	7,5	8,9	17,2	0,0	11,5	13,6	17,9	19,6	8,4	7,2	1,5		
CTCP Imexpharm	HSX	58	2,8	6,6	7,2	9,6	0,0	0,0	6,9	9,0	8,4	11,3	11,7	11,1	1,4		
CTCP Dược phẩm Pharmedic	HNX	21	17,9	1,7	15,6	17,1	0,0	0,0	29,5	28,1	38,9	36,6	7,4	8,5	2,5		
CTCP Dược phẩm OPC	HSX	34	11,9	8,6	10,0	10,7	19,7	7,6	10,9	12,3	16,0	17,5	10,2	10,7	1,9		
Trung bình		51	13,2	3,8	9,8	11,0	10,4	2,3	14,6	15,2	21,5	20,9	10,3	10,2	2,0		
Trung vị		51	13,4	3,9	8,9	9,6	15,2	0,0	11,5	13,1	17,9	19,6	10,2	10,7	1,9		
CTCP Dược phẩm Dược Hậu Giang	HSX	311	15,7	15,4	17,4	13,6	6,4	7,8	21,7	16,3	32,1	25,0	12,4	10,5	2,9		

Nguồn: VPBS, Dữ liệu Bloomberg tại ngày 11 tháng 5 năm 2015

Chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh kém khả quan của DHG trong Q1/2015 đã gây ảnh hưởng tiêu cực tới giá cổ phiếu của doanh nghiệp trong ngắn hạn. Từ 1/4/2015 đến 5/11/2015 giá cổ phiếu DHG đã giảm **15%**.

Trong 12 tháng tới, chúng tôi dự phóng giá cổ phiếu DHG sẽ được giao dịch ở mức P/E là 11,0 lần, tương đương với mức trung vị của ngành là 10,7 lần.

Phân tích kỹ thuật

Đường giá của DHG đã rơi vào thị trường giá xuống từ khi phá vỡ ngưỡng hỗ trợ MA100 ngày trong tháng 1 năm 2015. Hiện tại, DHG đang giao dịch phía dưới tất cả các đường trung bình động ngắn và trung hạn như MA10, MA20, MA50 hay MA100 ngày. Do đó, đồ thị kỹ thuật vẫn đang cho thấy tín hiệu tiêu cực đối với cổ phiếu này.

Chúng tôi thấy một ngưỡng hỗ trợ dài hạn cho DHG tại vùng giá 70.000 đồng, tạo bởi đường trung bình động MA200 tuần. Có khả năng DHG sẽ tiếp tục giảm giá xuống vùng hỗ trợ này.

Do vậy, chúng tôi khuyến nghị **BÁN** đối với cổ phiếu DHG tại thời điểm phát hành báo cáo.

Tại ngày 11/5/2015	DHG (đồng/cp)
Thời gian phân tích	3 đến 6 tháng
Giá cao nhất 3 tháng	93.500
Giá thấp nhất 3 tháng	76.000
Đường MA 50 ngày	88.000
Đường MA 100 ngày	91.000
Kháng cự trung hạn	88.000
Kháng cự ngắn hạn	70.000
Khuyến nghị	BÁN



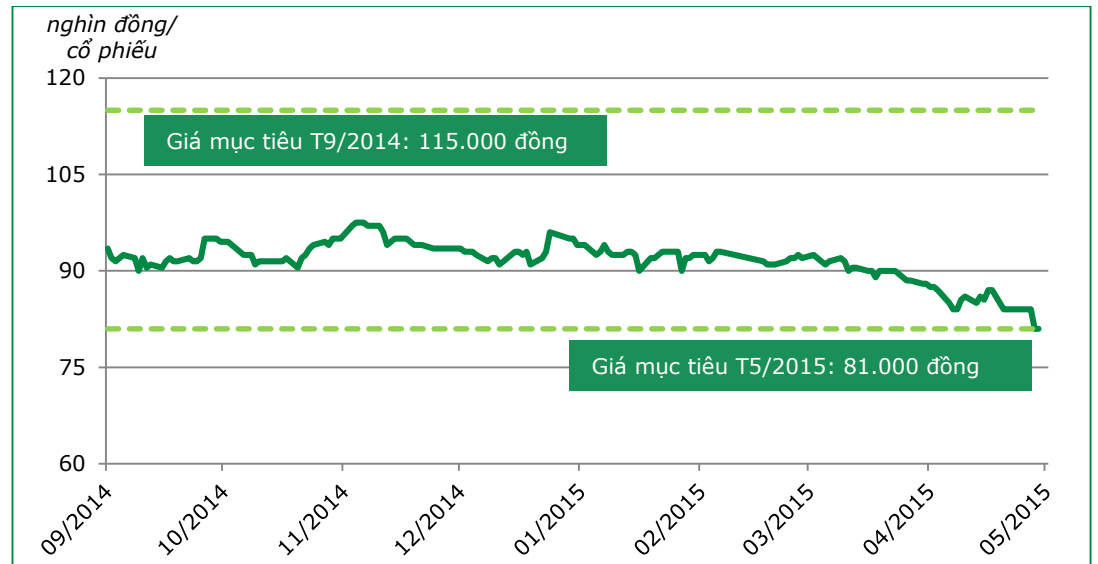
Phụ lục 1 – Dự phóng của VPBS

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đồng)	2012A	2013A	2014A	2015E	2016F	2017F	2018F	2019F
Doanh thu thuần	2.931	3.391	3.913	3.970	4.330	4.652	4.999	5.330
% tăng trưởng	17,7%	15,7%	15,4%	1,5%	9,1%	7,4%	7,5%	6,6%
Giá vốn hàng bán	1.487	1.763	1.782	2.009	2.203	2.378	2.582	2.749
Lợi nhuận gộp	1.444	1.628	2.131	1.961	2.127	2.274	2.417	2.581
Chi phí bán hàng và quản lý DN	928	1.029	1.411	1.216	1.332	1.434	1.545	1.649
EBIT	516	600	719	745	795	840	873	931
Khấu hao	67	71	80	99	108	116	125	133
EBITDA	583	671	799	844	903	956	998	1.065
Doanh thu tài chính	42	48	37	33	38	43	51	60
Chi phí tài chính	4	16	67	68	72	77	82	86
Lợi nhuận (chi phí) khác	31	151	33	35	36	38	40	42
Lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết	0	0	0	0	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	585	782	722	745	798	845	882	948
Chi phí thuế	93	188	188	106	80	59	53	104
Thuế suất hiệu dụng	16,0%	24,1%	26,1%	14,3%	10,0%	7,0%	6,0%	11,0%
Lợi nhuận sau thuế	491	593	534	638	718	786	829	843
Lợi ích của cổ đông thiểu số	5	4	0	5	6	6	7	7
LNST cổ đông công ty mẹ	486	589	533	633	712	779	823	837
% tăng trưởng	16,9%	21,2%	-9,5%	18,7%	12,5%	9,4%	5,6%	1,7%
Lãi trên c/p đã pha loãng (đồng)	5.576	6.758	6.119	7.264	8.173	8.942	9.439	9.601

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)	2012A	2013A	2014A	2015E	2016F	2017F	2018F	2019F
Tiền và các khoản tương đương tiền	719	613	496	629	747	935	1.168	1.452
Các khoản đầu tư ngắn hạn	0	170	261	261	261	261	261	261
Các khoản phải thu	444	506	753	587	641	676	712	745
Hàng tồn kho	512	758	781	881	936	977	1.026	1.054
Tài sản ngắn hạn khác	143	186	95	111	117	122	128	133
Tài sản ngắn hạn	1.818	2.233	2.386	2.468	2.700	2.970	3.294	3.645
Tài sản cố định	517	799	964	1.222	1.460	1.669	1.844	1.978
Các khoản đầu tư dài hạn	17	21	17	17	17	17	17	17
Tài sản dài hạn khác	27	28	116	116	116	116	116	116
Tài sản dài hạn	561	848	1.096	1.354	1.593	1.802	1.977	2.110
Tổng tài sản	2.378	3.081	3.483	3.823	4.293	4.772	5.271	5.755
Các khoản phải trả	74	268	261	275	272	261	276	286
Vay nợ ngắn hạn	19	127	177	139	130	116	100	80
Nợ ngắn hạn khác	560	635	682	665	688	708	723	761
Nợ ngắn hạn	654	1.030	1.120	1.079	1.090	1.085	1.099	1.127
Vay nợ dài hạn	0	0	0	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	21	51	69	73	77	80	84	89
Nợ dài hạn	21	51	69	73	77	80	84	89
Nợ phải trả	675	1.081	1.189	1.152	1.166	1.165	1.183	1.215
Vốn cổ phần & thặng dư vốn cổ phần	654	654	872	872	872	872	872	872
Lợi nhuận chưa phân phối	477	560	556	928	1.379	1.853	2.327	2.772
Vốn khác	557	768	849	849	849	849	849	849
Vốn chủ sở hữu	1.688	1.981	2.277	2.648	3.099	3.574	4.048	4.492
Lợi ích cổ đông thiểu số	16	18	17	22	28	34	41	47
Tổng nguồn vốn	2.378	3.081	3.483	3.823	4.293	4.772	5.271	5.755

BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2012A	2013A	2014A	2015E	2016F	2017F	2018F	2019F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	470	484	272	781	725	822	887	951
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(88)	(468)	(307)	(354)	(343)	(322)	(296)	(262)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	(131)	(122)	(82)	(294)	(265)	(312)	(358)	(405)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	252	(106)	(117)	133	118	188	233	284
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	467	719	613	496	629	747	935	1.168
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	719	613	496	629	747	935	1.168	1.452
Dòng tiền tự do của công ty	342	142	19	423	379	497	587	685
PHÂN TÍCH CHỈ SỐ	2012A	2013A	2014A	2015E	2016F	2017F	2018F	2019F
Chỉ số định giá								
Chỉ số P/E		11,2x	12,4x	10,5x	9,3x	8,5x	8,1x	7,9x
Chỉ số PEG		0,5x	n/a	0,6x	0,7x	0,9x	1,4x	4,6x
EV / EBIT		10,0x	8,3x	8,0x	7,5x	7,1x	6,9x	6,4x
EV / EBITDA		8,9x	7,5x	7,1x	6,6x	6,3x	6,0x	5,6x
Chỉ số P/S		2,0x	1,7x	1,7x	1,5x	1,4x	1,3x	1,2x
Chỉ số P/B		3,3x	2,9x	2,5x	2,1x	1,9x	1,6x	1,5x
Lợi suất cổ tức		3.500	3.000	3.000	3.000	3.500	4.000	4.500
Chỉ số sinh lời								
Biên LN gộp	49,3%	48,0%	54,5%	49,4%	49,1%	48,9%	48,4%	48,4%
Biên EBITDA	19,9%	19,8%	20,4%	21,3%	20,9%	20,6%	20,0%	20,0%
Biên LN hoạt động	17,6%	17,7%	18,4%	18,8%	18,4%	18,1%	17,5%	17,5%
Biên LN ròng	16,6%	17,4%	13,6%	15,9%	16,4%	16,8%	16,5%	15,7%
Tỷ số LN/tổng tài sản	22,5%	21,7%	16,3%	17,5%	17,7%	17,3%	16,5%	15,3%
Tỷ số LN/vốn chủ sở hữu	31,7%	32,1%	25,0%	25,7%	24,8%	23,4%	21,6%	19,6%
Chỉ số đòn bẩy								
Tỷ số thanh toán lãi vay	197,5x	264,1x	148,6x	120,5x	163,5x	184,8x	214,4x	266,2x
Tỷ số thanh toán lãi vay và CPĐT từ EBITDA	4,5x	1,9x	3,1x	2,3x	2,6x	2,9x	3,3x	3,9x
Tỷ số nợ vay / vốn chủ sở hữu	1,2%	6,4%	7,8%	5,2%	4,2%	3,3%	2,5%	1,8%
Tỷ số nợ / vốn chủ sở hữu	40,0%	54,6%	52,2%	43,5%	37,6%	32,6%	29,2%	27,1%
Chỉ số thanh khoản								
Hệ số vòng quay tài sản	1,3x	1,2x	1,2x	1,1x	1,1x	1,0x	1,0x	1,0x
Hệ số vòng quay các khoản phải thu (ngày)	55,3	54,4	70,2	54,0	54,0	53,0	52,0	51,0
Hệ số vòng quay các khoản phải trả (ngày)	18,1	55,5	53,5	50,0	45,0	40,0	39,0	38,0
Hệ số vòng quay hàng tồn kho (ngày)	125,6	156,9	159,9	160,0	155,0	150,0	145,0	140,0
Hệ số thanh toán hiện hành	2,8x	2,2x	2,1x	2,3x	2,5x	2,7x	3,0x	3,2x
Hệ số thanh toán nhanh	2,0x	1,4x	1,4x	1,5x	1,6x	1,8x	2,1x	2,3x

Phụ lục 2 – Diễn biến giá cổ phiếu trong quá khứ



Trong báo cáo cập nhật phát hành vào ngày 29 tháng 9 năm 2014, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** dài hạn đối với cổ phiếu DHG với mức giá mục tiêu là 115.000 đồng/cổ phiếu. Tại thời điểm đó, cổ phiếu DHG đang giao dịch ở mức 92.000 đồng/cổ phiếu.

Giá mục tiêu mới trong báo cáo lần này của chúng tôi là 81.000 đồng/cổ phiếu, cao hơn mức giá đóng cửa ngày 11 tháng 5 năm 2015 (76.000 đồng) là 7%.

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, lượng và thường của những quan điểm 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 gần 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