Dược Hậu Giang (DHG)

Kỳ vọng tăng trưởng mạnh

Mua (từ Nắm giữ)

Giá hiện tại: 113.000 VND
Giá mục tiêu 138.000 VND

Nguyễn Thị Sony Trà Mi
mi.nguyen@maybank-kimeng.com.vn
(84) 8 4455.5888 (ext 8084)

Thông tin cổ phiếu

Mô tả: Công ty dược nội địa lớn nhất Việt Nam

Mã cổ phiếu:	DHG VN
Số lượng cổ phiếu (triệu):	65,3
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	7.452
GTGD bình quân (tỷ đồng)	1,3
VN Index:	506,9
Tỷ lệ giao dịch tự do (%):	73

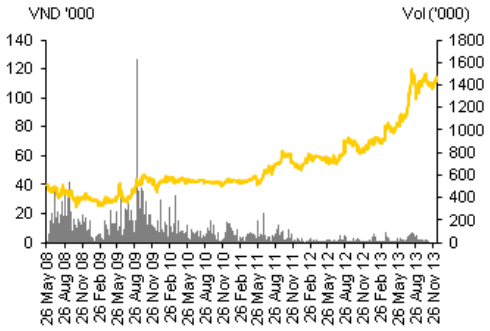
Cổ đông chính (%):

SCIC	43,3
Franklin Resources	8,9
Portal Global Ltd	7,2

Các chỉ số cơ bản:

ROE (%)	31
Tiền mặt (nợ) ròng (tỷ đồng)	264
NTA/Cp (đồng)	28.328
Khả năng trả lãi vay	300

Biểu đồ giá



% thay đổi giá

Cao/thấp nhất 52 tuần VND123.000 / VND66.000

	1-tháng	3-tháng	6-tháng	1-năm	YTD
Giá CP	5,6	2,7	32,6	61,7	56,1
So với Index	3,5	-3,3	34,9	25,0	27,7

KQKD 9T13. LNTT 9T13 của DHG tăng mạnh 39% n/n, đạt 584 tỷ đồng dù DT chỉ tăng 18% n/n, đạt 2.388 tỷ đồng, chủ yếu nhờ 128 tỷ đồng thu nhập bất thường từ việc chuyển nhượng thương hiệu Eugica cho đối tác Thái Lan -Mega LifeSciences. Tuy nhiên, LNST 9T13 chỉ tăng 26% n/n, đạt gần 451 tỷ đồng, do thuế suất TNDN bình quân đã tăng mạnh từ mức 14% trong 9T12 lên 22% trong 9T13 do công ty mẹ đã hết thời gian được hưởng ưu đãi thuế.

Kỳ vọng tăng trưởng mạnh từ nhà máy mới. Nhà máy Non-Betalactam (công suất thiết kế 4 tỷ đơn vị/năm) đã hoàn tất việc xây dựng và được cấp chứng nhận tiêu chuẩn WHO-GMP vào tháng 11/2013. Hiện nhà máy này đang chờ Cục quản lý Dược cấp số đăng ký sản phẩm để tiến hành sản xuất, dự kiến muộn nhất là cuối tháng 3/2013. Theo kế hoạch, toàn bộ số đăng ký dược phẩm từ NM cũ sẽ được chuyển sang sản xuất tại nhà máy mới, ước đạt khoảng 72% công suất thiết kế. Nhà máy mới sẽ lấp đầy công suất sau 3 năm đi vào hoạt động và tốc độ tăng trưởng DT bình quân 5 năm tới kỳ vọng ở mức khoảng 20%/năm.

Tiết kiệm khoảng 1.000 tỷ đồng tiền thuế khi NM mới hoạt động. Nhà máy mới của DHG được hưởng chính sách ưu đãi thuế trong 15 năm, mức thuế suất ưu đãi cụ thể như sau: 0% trong 4 năm đầu, 5% trong 9 năm tiếp theo và 10% cho 2 năm còn lại. Công ty ước tính tổng số tiền thuế có thể tiết kiệm được từ nhà máy mới là khoảng 1.000 tỷ đồng trong 15 năm.

Gia tăng sản xuất các dòng sản phẩm thực phẩm chức năng. Phần lớn công suất của nhà máy cũ sẽ được sử dụng để sản xuất các dòng thực phẩm chức năng, sản phẩm có nguồn gốc dược liệu. Chúng tôi đánh giá lạc quan về định hướng chiến lược này bởi (1)tiềm năng tăng trưởng khá tốt; (2)giảm sự phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu; (3)không thuộc đối tượng kiểm soát giá và (4)mở ra cơ hội xuất khẩu sang các thị trường tiềm năng ở Châu Á.

Mua dài hạn. DT thuần và LN năm 2014 của DHG được dự báo sẽ tăng 18% và 20% n/n, đạt lần lượt 4.065 và 694 tỷ đồng. DHG đang giao dịch ở mức PE 2014 khoảng 11x, thấp hơn mức 18x bình quân các công ty trong khu vực. Với tiềm năng tăng trưởng dài hạn tốt, ROE luôn duy trì trên mức 30% và hầu như không có nợ vay, chúng tôi nâng khuyến nghị từ NẮM GIỮ lên MUA với mức giá mục tiêu 138.000 đồng/cp, cao hơn 22% so với giá thị trường hiện tại,

DHG - Bảng tóm tắt KQKD

Năm tài khóa 31/12 (tỷ đ)	2011	2012	2013E	2014E
Doanh thu thuần	2.491	2.931	3.451	4.065
EBITDA	539	644	829	915
Lợi nhuận ròng	416	486	577	693
EPS (VND)	6.399	7.455	8.838	10.615
Tăng trưởng EPS (%)	8	17	19	20
Cổ tức (VND)	4.000	2.000	3.500	3.500
PER (x)	17,3	14,9	12,8	10,6
EV/EBITDA	12,6	10,2	8,6	7,4
Div yeild	3,6	1,8	3,1	3,1
P/BV (x)	5,2	4,3	3,7	3,0
ROE (%)	31,2	31,6	31,1	31,0
ROA (%)	21,8	22,2	22,0	22,1

Nguồn: Maybank Kim Eng

Tiêu điểm đầu tư

Dự án nhà máy mới của DHG được xây dựng tại Khu công nghiệp Tân Phú Thạnh, tỉnh Hậu Giang, cách trung tâm thành phố Cần Thơ khoảng 10 km, với tổng diện tích 80.738 m^2 và tổng vốn đầu tư xây dựng cơ bản khoảng 725 tỷ đồng từ nguồn vốn của công ty. Dự án sau khi hoàn thành dự kiến tăng công suất của DHG lên 9 tỷ đơn vị, gấp 2 lần mức hiện tại, bao gồm 2 nhà máy sản xuất dược phẩm Betalactam và Non-Betalactam, 1 nhà máy in bao bì DHG PP1 và quỹ đất trống khoảng 31.279 m^2 đang kêu gọi hợp tác đầu tư. Tổng số tiền đã giải ngân trong năm nay là 500 tỷ đồng, trong đó, 434 tỷ đồng đã đầu tư vào nhà máy Non-Betalactam, xưởng đóng gói, phòng thí nghiệm, khu văn phòng và 66 tỷ đồng đầu tư cho nhà máy Betalactam.

Nhà máy Non-Betalactam (công suất 4 tỷ đơn vị/năm), được khởi công từ cuối tháng 4/2012, đến nay đã hoàn thành. Nhà máy đã được cấp chứng nhận đạt tiêu chuẩn WHO-GMP vào ngày 13/11/2013. Công ty dự kiến di chuyển tất cả số đăng ký dược phẩm dạng rắn đang sản xuất tại nhà máy cũ sang nhà máy mới. Toàn bộ số đăng ký này chiếm khoảng 80% công suất của 3 xưởng 1, 2 và 5 của nhà máy cũ và phải xin cấp lại số đăng ký khác để sản xuất ở nhà máy mới. Hiện thủ tục hồ sơ đã hoàn thành và DHG đang chờ quyết định từ Cục quản lý Dược, dự kiến muộn nhất là cuối tháng 3/2013. Theo ước tính của công ty, nhà máy mới sẽ hoạt động ở mức 72% và 88% công suất thiết kế cho 2 năm đầu và sẽ lấp đầy công suất sau 3 năm đi vào hoạt động.

Nhà máy Betalactam (công suất 1 tỷ đơn vị/năm) đã xong khâu đóng cọc và đang thực hiện chấm thầu gói thầu xây lắp. Dự kiến nhà máy sẽ hoàn tất vào Q2/2014. Tổng số vốn đầu tư còn lại cho nhà máy này khoảng 120 tỷ đồng.

Nhà máy cũ. Công ty sẽ bố trí các dây chuyền sản xuất thực phẩm chức năng, sản phẩm có nguồn gốc dược liệu trên 3 dây chuyền dược phẩm trước đó (xưởng 1, 2, và 5), xưởng 3 thuốc nước và xưởng 4 nang mềm vẫn tiếp tục được sản xuất. DHG sẽ cải tạo nhà máy để xét tiêu chuẩn GMP cho dây chuyền thực phẩm chức năng và dược liệu, với kinh phí ước tính khoảng 70 tỷ đồng. Công ty ước tính nhà máy cũ sẽ hoạt động khoảng 15% công suất trong năm 2014 và dự kiến sẽ chạy hết công suất vào cuối năm 2018.

Rủi ro

Khả năng bị truy thu thuế. Việc truy thu thuế TNDN đối với các công ty thuộc diện ưu đãi thuế do cổ phần hóa và niêm yết trước thời điểm 30/12/2006 là một trong những câu chuyện mà các nhà đầu tư đang quan tâm. DHG cổ phần hóa từ tháng 9/2004 niêm yết từ 21/12/2006. Như vậy, theo quy định của nghị định 164/2003-NĐCP và Quyết định 39/2000 của Thủ tướng Chính phủ thì DHG sẽ được hưởng 2 chính sách ưu đãi thuế TNDN sau:

(1) Miễn thuế TNDN trong 2 năm (2005, 2006) và giảm 50% thuế TNDN trong 5 năm tiếp theo (từ 2007-2011) cho trường hợp cổ phần hóa trước 31/12/2006.

(2) Giảm 50% thuế TNDN trong 2 năm 2007 và 2008 cho trường hợp niêm yết trước 31/12/2006.

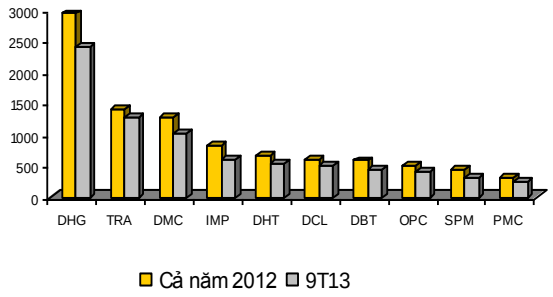
Hầu hết các công ty được hưởng cùng lúc 2 chính sách ưu đãi này thường gộp cả 2 ưu đãi để hưởng thuế suất 0%, hoặc dời thời điểm áp dụng để hưởng hết ưu đãi này rồi mới áp dụng ưu đãi còn lại. Tuy nhiên, một số công ty như BMP, PAC,... bị truy thu lại khoản tiền thuế này trong thời gian qua do luật quy định công ty chỉ được áp dụng một loại ưu đãi thuế có lợi nhất nếu công ty được hưởng nhiều hình thức ưu đãi cùng lúc.

Không phải là trường hợp ngoại lệ, DHG cũng nằm trong diện có khả năng bị truy thu do gộp 2 ưu đãi để hưởng thuế suất 0% trong năm 2007. Thêm vào đó, từ năm 2008, DHG bắt đầu áp dụng từng ưu đãi giảm 50% thuế TNDN. Nhờ vậy, công ty đã kéo dài thời gian hưởng ưu đãi giảm 50% đến năm 2012, thay vì 2011 như quy định. Do đó, khả năng là DHG sẽ bị truy thu lại những khoản thuế do vi phạm trên. Theo tính toán của chúng tôi, mức truy thu này khoảng gần 70 tỷ đồng.

Tổng quan về DHG

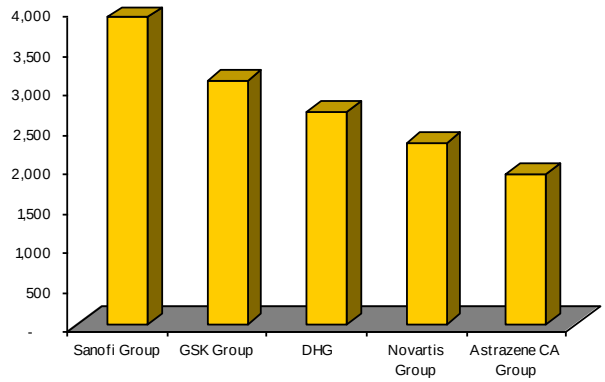
Dẫn đầu ngành công nghiệp dược Việt Nam suốt 17 năm liền. DHG hiện đang là công ty sản xuất dược phẩm nội địa lớn nhất cả nước, xét về cả quy mô doanh số và vốn hóa thị trường. Thị phần của DHG chiếm khoảng 10,8% so với giá trị thuốc sản xuất trong nước và 5% so với tổng giá trị chi tiêu thuốc toàn thị trường. Công ty kỳ vọng sẽ nâng thị phần nội địa lên mức 20%. So với các đối thủ ngoại, theo báo cáo của IMS về thị trường dược phẩm Việt Nam Q4/2012, DHG hiện đứng vị trí thứ 3, sau 2 tập đoàn nước ngoài lớn là Sanofi Group và GlaxoSmithKline Group (GSK Group).

Doanh thu các công ty dược Việt Nam (tỷ đồng



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

Top 5 cty dược về doanh thu 2012 tại TTVN (tỷ đồng)



Nguồn: IMS

Hoạt động kinh doanh

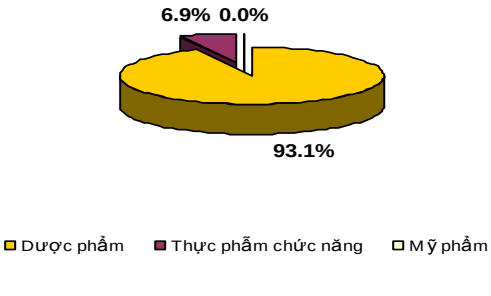
Hoạt động kinh doanh chính của DHG là sản xuất dược phẩm, thực phẩm chức năng và dược mỹ phẩm, hơn 90% doanh thu của công ty đến từ mảng hàng tự sản xuất. Ngoài ra, công ty còn có các mảng hoạt động khác như kinh doanh hàng hóa, nguyên liệu và hoạt động du lịch.

Cơ cấu doanh thu DHG năm 2012



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

Cơ cấu doanh thu hàng sản xuất của DHG năm 2012



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

Hàng tự sản xuất

Trong cơ cấu doanh thu hàng tự sản xuất, dược phẩm là nhóm hàng chiếm tỷ trọng cao nhất, thường chiếm trên 90%. Trong đó chủ yếu là thuốc generic (thuốc gốc), 3 ngành hàng: giảm đau hạ sốt, kháng sinh và hô hấp chiếm khoảng 70% doanh thu. Hàng tự sản xuất có lợi nhuận gộp biên cao, hơn 50%, so với mức 10-20% của hàng thương mại.

Lưu ý, tỷ trọng doanh thu từ hàng sản xuất của DHG đã giảm gần 6 điểm phần trăm n/n, xuống còn 87% trong 9T13 do doanh thu mảng thương mại tăng mạnh so với cùng kỳ *(chi tiết xem bên dưới)*. Tuy nhiên, DHG cho biết, đây chỉ là biến động nhất thời, cơ cấu danh mục sẽ dần ổn định trở lại khi nhà máy mới đi vào hoạt động trong năm sau.

DHG có quy mô sản xuất lớn, so với các công ty dược nội địa, với mức công suất hiện tại, doanh thu từ hàng sản xuất của công ty gấp 3 lần mức bình quân của nhóm xếp thứ 2 (TRA và DMC) và gấp khoảng 5 lần mức bình quân của nhóm thứ 3 (IMP, DBT và OPC). Như vậy, khi nhà máy mới đi vào hoạt động sẽ là một lợi thế giúp DHG tiếp tục duy trì vị thế dẫn đầu các công ty sản xuất dược nội địa.

11 nhãn hàng lớn được đầu tư thương hiệu chiếm đến 50% doanh số của công ty. Trong đó, 2 nhãn hàng chủ lực là Hapacol (thuộc ngành hàng Giảm đau hạ sốt) và Klamentin (thuộc ngành hàng kháng sinh) chiếm khoảng 30% tổng doanh thu và có mức tăng trưởng doanh thu hơn 20%/năm. Tuy nhiên, hiện 2 sản phẩm này đang chịu sự cạnh tranh khá gay gắt bởi các sản phẩm ngoại nổi tiếng khác, do các công ty nước ngoài đầu tư mạnh cho việc quảng cáo và xây dựng thương hiệu. DHG đang có lợi thế cạnh tranh về giá cả và hệ thống phân phối mạnh. Ngoài ra, công ty cũng dự kiến sẽ đầu tư mạnh hơn cho hoạt động quảng cáo trong thời gian tới.

11 nhãn hàng lớn được đầu tư thương hiệu, chiếm trên 50% doanh số

Nhãn hiệu	Loại thuốc	% doanh thu	Chi chú
Hapacol	Giảm đau hạ sốt	16%	Bị cạnh tranh bởi Panadol của GSK, một thương hiệu nước ngoài nổi tiếng tại Việt Nam có giá cao hơn gấp 2-3 lần
Klamentin	Kháng sinh	14%	Phân phối trực tiếp cho bệnh viện
Haginat	Kháng sinh	7%	Phân phối trực tiếp cho bệnh viện
Eugica	Thuốc ho	6%	Đã chuyển nhượng lại cho Mega LifeSciences (Thái Lan)
Spivital			
Eyelight			
Davita			
Unikids			
Naturenz			
Gavix			
Apitim			

Nguồn: Công ty

Thương mại

Mảng hoạt động này chỉ đóng góp khoảng 3-4% tổng doanh thu của DHG, bao gồm kinh doanh hàng hóa và nguyên liệu. Mặc dù biên lợi nhuận gộp của mảng này không cao, bình quân khoảng 10-20%, nhưng nhằm đảm bảo đáp ứng đầy đủ danh mục sản phẩm của hệ thống 68 quầy thuốc bán lẻ tại các bệnh viện và khai thác hiệu quả hệ thống phân phối của mình, ngoài các sản phẩm tự sản xuất, DHG cũng thực hiện mua đi bán lại hoặc phân phối độc quyền một số mặt hàng ngoại khác, đặc biệt là các loại thuốc biệt dược gốc. Ngoài ra, kinh doanh nguyên liệu là hoạt động được phát triển thêm dựa vào lợi thế quy mô nhập khẩu nguyên liệu giá cạnh tranh.

Lưu ý, doanh thu từ mảng thương mại 9T13 tăng mạnh 239% n/n, đạt 276 tỷ đồng, khiến tỷ trọng doanh thu từ mảng này tăng gần 6 điểm phần trăm n/n, lên mức 10% tổng DT trong 9T13. Sau khi việc chuyển nhượng thương hiệu Eugica hoàn tất (vào cuối 2012), theo thỏa thuận, DHG là nhà sản xuất độc quyền và phân phối sản phẩm Eugica tại Việt Nam. Do đó, từ năm 2013, sản phẩm này sẽ chỉ đóng góp DT vào

mảng kinh doanh hàng hóa và dịch vụ, thay cho mảng hàng tự sản xuất trước đó. Ngoài ra, DHG cũng gia tăng việc phân phối các sản phẩm ngoại nhập độc quyền. Cơ cấu DT thay đổi theo hướng gia tăng tỷ trọng của hàng thương mại khiến biên lợi nhuận gộp của DHG giảm nhẹ 2,7 điểm phần trăm, xuống còn 46,3% trong 9T13.

Hoạt động du lịch

Công ty con của DHG là DHG Travel được hình thành từ nhóm chăm sóc khách hàng chuyên tổ chức các sự kiện và hoạt động du lịch cho khách hàng của DHG. Vì vậy hoạt động của công ty phụ thuộc phần lớn vào chính sách của công ty mẹ. Đây không phải là hoạt động kinh doanh mà DHG nhắm đến, doanh thu từ mảng này không đáng kể, khoảng 1% tổng doanh thu của DHG. Mục đích chính của việc thành lập DHG Travel không chỉ nhằm chăm sóc khách hàng tốt, chu đáo mà còn tạo điều kiện thể hiện và phát huy văn hóa của DHG trong mỗi hoạt động khách hàng một cách tốt nhất.

Hệ thống phân phối mạnh

Thế mạnh của DHG là hệ thống phân phối mạnh, rộng khắp cả nước, với 12 công ty con phân phối, 25 chi nhánh, 68 quầy thuốc tại các bệnh viện và hơn 1.100 nhân viên bán hàng phục vụ trực tiếp trên 20.000 khách hàng là các nhà thuốc và bệnh viện, một nửa trong số đó là khách hàng thân thiết.

Tỷ lệ doanh thu theo khu vực địa lý

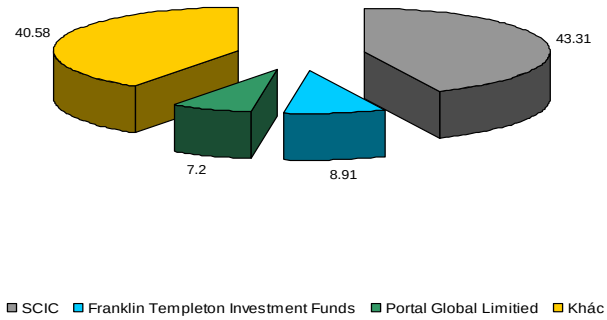
Khu vực	% doanh thu
Miền Bắc	30,5%
Miền Trung	16,5%
Miền Đông và Tp.HCM	20,3%
Miền Tây (Mekong 1 và 2)	32,7%

Nguồn: Công ty

Kênh OTC (kênh thương mại, không kê toa) chiếm khoảng 80% tổng doanh thu của DHG. Sản phẩm của DHG phần lớn là thuốc thông thường. Người Việt Nam ít quan tâm đến thương hiệu của thuốc, khi có nhu cầu, họ thường đến trực tiếp nhà thuốc, mô tả triệu chứng và mua thuốc thông qua các dược sĩ tại quầy. Do đó, nhờ hệ thống phân phối mạnh, phần lớn thuốc của DHG được phân phối qua thị trường OTC. Trong bối cảnh các công ty dược trong nước đang gặp khó khăn từ quy định của thông tư 01/2012-TTLT-BYT-BTC về việc thuốc trúng thầu vào bệnh viện, ngoài tiêu chuẩn chất lượng, phải là thuốc có mức giá thấp nhất, chính nhờ lợi thế trên mà DHG ít bị ảnh hưởng hơn các công ty dược khác, điển hình là IMP do khoảng 60% doanh thu của IMP là qua kênh bệnh viện. Mặc dù doanh thu qua kênh bệnh viện 9T13 giảm khoảng 17% n/n, tương đương gần 60 tỷ đồng nhưng doanh thu thuần 9T13 của DHG vẫn tăng 18% n/n nhờ sự bù đắp từ tăng trưởng doanh thu qua kênh OTC.

Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông của DHG



Nguồn: Công ty

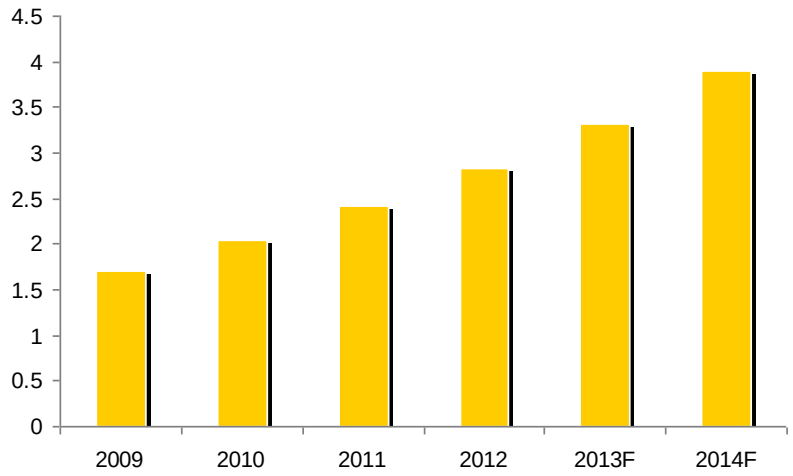
SCIC không thoái vốn tại DHG. Theo đề án tái cấu trúc Tổng công ty Đầu tư và kinh doanh vốn nhà nước (SCIC) được Thủ tướng Chính phủ ký ngày 2/12/2013, SCIC sẽ thoái vốn tại 376 doanh nghiệp từ nay cho đến hết năm 2015. SCIC được giữ lại và đầu tư lâu dài ở 4 công ty là CTCP Sữa Việt Nam (VNM), CTCP Dược Hậu Giang (DHG) và CTCP Viễn thông FPT (FPT Telecom) và Tổng công ty tái bảo hiểm Quốc gia Việt Nam (VNR). Điều này có thể giúp giá cổ phiếu DHG ổn định do không bị áp lực bán tháo khi SCIC thoái vốn. Hiện SCIC đang nắm giữ hơn 43% cổ phần của DHG. Với mức cổ tức chi trả bình quân khoảng 2.500 - 3.000 đồng/cp/năm, ước tính SCIC nhận được khoảng 80 tỷ đồng/năm.

Hết room nước ngoài. Dược phẩm là một trong những ngành thu hút sự quan tâm đầu tư của khối ngoại do tốc độ tăng trưởng khá cao và ổn định. Tỷ lệ nắm giữ của nhà đầu tư nước ngoài ở hầu hết các công ty dược lớn đang niêm yết đều đã chạm trần, tỷ lệ này ở DHG là 48,98%. Điều này nhiều khả năng sẽ ảnh hưởng đến động lực tăng giá của DHG dù cổ phiếu được đánh giá là có cơ bản tốt và tiềm năng tăng trưởng khá lạc quan. Thêm vào đó, việc nới ”room” cho nhà đầu tư nước ngoài cũng khó được xem là cơ hội cho khối ngoại đối với trường hợp của DHG do công ty có nền tảng tài chính vững mạnh.

Triển vọng của ngành dược

Tăng trưởng ổn định. Sản phẩm ngành dược là nhu yếu phẩm cần thiết đối với đời sống của người dân, sự tăng trưởng của ngành nhìn chung ít chịu ảnh hưởng bởi các tác động của nền kinh tế. Tổng chi tiêu tiền thuốc chiếm gần 30% chi phí y tế và duy trì đà tăng qua các năm nhờ dân số tăng nhanh và ý thức bảo vệ sức khỏe ngày càng cao. Đáng chú ý là xu hướng sử dụng các sản phẩm có nguồn gốc thảo dược đang ngày càng gia tăng.

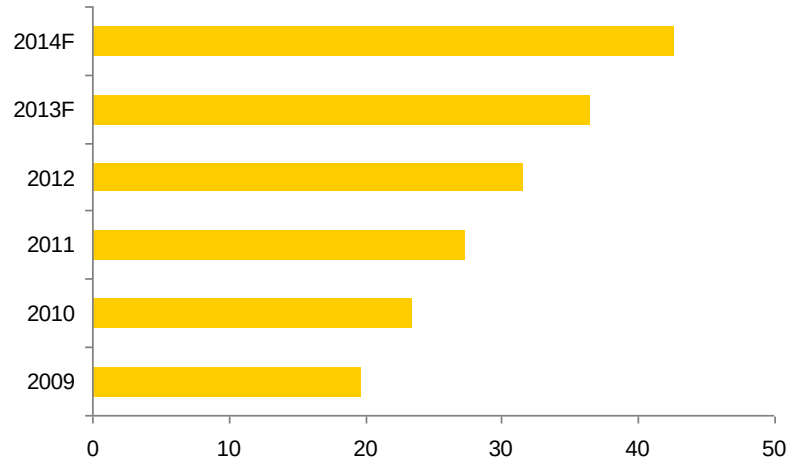
Tổng chi tiêu tiền thuốc qua các năm (tỷ đồng)



Nguồn: BMI

Cải thiện mức chi tiêu thuốc bình quân đầu người. Chi tiêu thuốc chiếm khoảng 2% GDP. Thu nhập được cải thiện cộng với ý thức bảo vệ sức khỏe ngày càng cao giúp mức chi tiêu tiền thuốc bình quân đầu người tăng gần gấp đôi, từ mức 20USD/người/năm ở 2009 lên mức gần 40USD dự báo cho năm 2013. Lưu ý, tuy thu nhập của người dân Việt Nam ngày càng tăng nhưng hiện vẫn chỉ đang phù hợp với các loại thuốc nội với chất lượng tương đương thuốc ngoại nhập nhưng giá chỉ bằng 30-50%. Đây là lợi thế giúp các công ty dược nội địa có thể cạnh tranh được trên chính sân nhà của mình.

Chi tiêu tiền thuốc bình quân đầu người qua các năm (USD/người)



Nguồn: BMI

Ngoài ra, Chính phủ cũng chủ trương gia tăng thị phần thuốc sản xuất trong nước. Giá trị thuốc nội địa hiện chỉ chiếm khoảng 50% tổng chi tiêu toàn thị trường. Có thể coi đây là cơ hội đối với các doanh nghiệp trong nước khi chính phủ chủ trương gia tăng thị phần thuốc

sản xuất trong nước lên mức 70%. Tuy nhiên, thử thách là không nhỏ, bởi các đối thủ ngoại ngoài tiềm lực tài chính mạnh, giàu kinh nghiệm, còn có lợi thế về khoa học công nghệ cao. Thêm vào đó là tâm lý chuộng hàng ngoại của người Việt.

Tuy nhiên, ngành dược trong nước hiện cũng đang đối mặt với một số rủi ro như biến động giá nguyên vật liệu, rủi ro tỷ giá,.. do phụ thuộc nhiều vào nhập khẩu, đặc biệt là nguyên vật liệu sản xuất (90% nhu cầu nguyên liệu, chủ yếu là hóa dược phải nhập khẩu). Bên cạnh đó, thông tư 01/2012-TTLT-BYT-BTC đã gây khó khăn cho các doanh nghiệp mà kênh bệnh viện chính là đầu ra.

Chiến lược của công ty

Mở rộng năng lực sản xuất. Nhà máy mới đi vào hoạt động giúp nâng công suất của DHG lên mức 9 tỷ đơn vị/năm, gấp đôi so với mức công suất hiện nay. Nhờ đó, công ty có dư địa cho mục tiêu tăng trưởng doanh thu bình quân 5 năm tới khoảng 20%/năm.

Định hướng sản xuất các loại thực phẩm chức năng, sản phẩm có nguồn gốc từ dược liệu nhưng được đầu tư khoa học công nghệ, khác với các sản phẩm đông dược thông thường, có công thức đơn giản, dễ bị làm nhái, làm giả. Sản phẩm tiêu biểu cho thành công của chiến lược này là Naturenz, thuốc giải độc gan. Như đã nêu ở trên, phần lớn công suất của nhà máy cũ sẽ được sử dụng để sản xuất các dòng sản phẩm này. Chúng tôi đánh giá lạc quan về định hướng chiến lược này, bởi các lý do sau:

(1) Phân khúc thị trường tiềm năng. Các sản phẩm dược liệu hiện chỉ chiếm khoảng 10% tổng chi tiêu thuốc trong khi xu hướng sử dụng các sản phẩm này của người tiêu dùng ngày càng tăng cao.

(2) Giảm sự phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu. Như hầu hết các công ty sản xuất dược khác trong nước, DHG phải nhập khẩu khoảng 80% nhu cầu nguyên liệu cho sản xuất tân dược do ngành công nghiệp hóa dược trong nước còn kém phát triển. Tuy nhiên, dược liệu lại là lợi thế của Việt Nam.

(3) Không thuộc đối tượng kiểm soát giá theo quy định.

(4) Mở ra cơ hội xuất khẩu sang các thị trường tiềm năng ở Châu Á có thói quen sử dụng các sản phẩm có nguồn gốc dược liệu, như Hong Kong, Philippin, Indonesia, Malaysia,... Nhờ đó, tỷ trọng doanh thu từ xuất khẩu của DHG có khả năng được cải thiện so với mức 1% như hiện nay.

Đầu tư cho hoạt động nghiên cứu phát triển. Nghị quyết ĐHCĐ 2012 (tổ chức vào tháng 3/2013) đã thông qua việc trích Quỹ Phát triển khoa học công nghệ (KHCN) tương đương mức 5% lợi nhuận trước thuế của DHG. Công ty đã bắt đầu thực hiện trích Quỹ từ Q2/2013. Tổng số tiền mà DHG dự kiến chi tiêu từ Quỹ KHCN cho năm 2013 và các năm tiếp theo là khoảng 99 tỷ đồng. Trong đó, chi mua sắm tài sản cố định 34 tỷ đồng, chi phí chuyển giao công nghệ là 40 tỷ đồng, chi phí thuê chuyên gia tư vấn khoảng 3 tỷ đồng. 22 tỷ đồng còn lại DHG sẽ đầu tư cho dự án phát triển sản phẩm có nguồn gốc thảo dược là Naturenz và Spivital; nghiên cứu dây chuyền sản xuất dược mỹ phẩm và đầu tư thử tương đương sinh học các sản phẩm đáp ứng yêu cầu đấu thầu theo quy định.

Trước những khó khăn do ảnh hưởng từ thông từ 01/2012/TTLT-BYT-BTC, dù dự thảo sửa đổi Luật Dược hiện đã đề cập đến những bất cập của thông tư này nhưng giải pháp cụ thể thì vẫn đang còn bỏ ngỏ. Do đó, chủ trương đầu tư nâng cao tiêu chuẩn chất lượng sản phẩm chính là giải pháp mà các công ty dược đang hướng đến, đặc biệt là các các công ty chú trọng vào chất lượng sản phẩm nên không có lợi thế cạnh tranh về giá cả.

Theo quy định của thông tư 01, các gói thầu thuốc generic sẽ được chia thành các nhóm dựa trên các tiêu chí kỹ thuật và tiêu chuẩn công nghệ được cấp phép, bao gồm:

- Nhóm thuốc sản xuất tại các nước tham gia EMA, hoặc ICH, hoặc PIC/S.
- Nhóm thuốc sản xuất tại các cơ sở sản xuất thuốc đạt nguyên tắc, tiêu chuẩn GMP-WHO theo khuyến cáo của WHO được Bộ Y tế Việt Nam (Cục Quản lý dược) kiểm tra và cấp giấy chứng nhận.
- Nhóm thuốc có chứng minh tương đương sinh học do Bộ Y tế công bố.
- Nhóm thuốc khác

Phần lớn thuốc đấu thầu vào bệnh viện hiện nay chỉ đạt tiêu chuẩn GMP-WHO, tuy nhiên các loại thuốc này khác nhau về chất lượng và giá cả nên mức độ cạnh tranh cao, khả năng trúng thầu thấp. Việc nâng cấp tiêu chuẩn chất lượng lên GMP-PIC/S như kế hoạch của IMP hay tương đương sinh học mà DHG đang hướng đến sẽ giúp công ty có khả năng trúng thầu cao hơn bởi đa phần các sản phẩm đạt tiêu chuẩn chất lượng này là sản phẩm ngoại nhập. Do sản xuất trong nước, DHG sẽ có lợi thế cạnh tranh về giá so với các sản phẩm ngoại này.

Tập trung hoạt động Marketing, xây dựng thương hiệu và khai thác hiệu quả hệ thống phân phối. Các sản phẩm chủ lực của DHG tuy đã được đầu tư xây dựng thương hiệu nhưng mức độ nhận biết còn thấp, so với các đối thủ ngoại do các công ty này đầu tư mạnh cho hoạt động quảng cáo, đặc biệt là quảng cáo trên truyền hình. Do đó, song song với việc khai thác thế mạnh từ hệ thống phân phối của mình, DHG sẽ đẩy mạnh truyền thống đến người tiêu dùng cho một số nhãn hàng có lợi thế cạnh tranh thông qua các hoạt động quảng cáo trên tivi, báo đài, và internet . Ngân sách Marketing sẽ ở mức khoảng 5% doanh thu. DHG cho biết, việc chuyển nhượng thương hiệu Eugica cho đối tác Thái Lan – Mega LifeSciences cũng là cách để quảng bá thương hiệu của DHG ra nước ngoài mạnh hơn do Mega LifeSciences hiện đang xuất khẩu đến hơn 20 quốc gia trên thế giới. Ngoài ra, công ty cũng xem đây là cơ hội để học hỏi thêm về kinh nghiệm làm thương hiệu của các đối tác lớn.

Phân tích SWOT

Phân tích SWOT của DHG

Điểm mạnh

- Dẫn đầu các công ty sản xuất dược nội địa cả về quy mô doanh thu lẫn vốn hóa thị trường.
- Năng lực sản xuất tăng gấp đôi
- Hệ thống phân phối mạnh, rộng khắp
- Lãnh đạo (Bà Phạm Thị Việt Nga - CT HĐQT) gắn bó và tâm huyết với công ty
- Xây dựng văn hóa doanh nghiệp tốt

Điểm yếu

- 80% nguyên liệu phải nhập khẩu
- Tỷ trọng danh thu hàng xuất khẩu thấp
- Mức độ nhận diện các thương hiệu DHG của người tiêu dùng còn thấp
- Đội ngũ kế thừa đang là vấn đề quan tâm
- Hoạt động nghiên cứu phát triển chưa đủ mạnh

Cơ hội

- Thị trường còn nhiều tiềm năng phát triển nhờ dân số tăng nhanh và ý thức bảo vệ sức khỏe ngày càng cao .
- Thu nhập của người dân Việt Nam phù hợp với các loại thuốc nội với chất lượng tương đương thuốc ngoại nhập nhưng giá chỉ bằng 30-50%.
- Tiềm năng từ các các dòng sản phẩm có nguồn gốc dược liệu, các loại thực phẩm chức năng.

Thách thức

- Thị trường dược trong nước với mức độ tập trung thấp, cạnh tranh gay gắt.
- Nguy cơ từ các đối thủ ngoại có tiềm lực tài chính mạnh, giàu kinh nghiệm và công nghệ hiện đại.
- Tâm lý chuộng hàng ngoại của người Việt Nam.
- Sản phẩm của ngành dược chịu sự kiểm soát giá của nhà nước.
- Thông tư 01/2012-TTLT-BYT-BTC gây khó khăn cho các doanh nghiệp dược đầu tư theo chiều sâu chất lượng, uy tín thương hiệu.

Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

Phân tích tài chính

Kết quả 9T13 và dự báo 2013. DT thuần 9T13 của DHG tăng 18% n/n, đạt 2.388 tỷ đồng. Cơ cấu DT thay đổi theo hướng gia tăng tỷ trọng hàng thương mại, chủ yếu do ảnh hưởng từ việc chuyển nhượng thương hiệu Eugica, khiến biên lợi nhuận gộp 9T13 của DHG giảm nhẹ 2,7 điểm phần trăm, xuống còn 46,3%. Tỷ lệ CPBH&QLDN/DT 9T13 hầu như không đổi. Nhờ 128 tỷ đồng thu nhập bất thường từ thương vụ Eugica, LNTT 9T13 của DHG vẫn tăng mạnh 39% n/n, đạt 584 tỷ đồng,. Tuy nhiên, thuế suất TNDN bình quân đã tăng mạnh từ mức 14% trong 9T12 lên 22% trong 9T13 do công ty mẹ của DHG đã hết thời gian được hưởng thuế TNDN ưu đãi 10% (do niêm yết trước 31/12/2006). Do vậy, LNST 9T13 chỉ đạt gần 451 tỷ đồng, tăng 26% n/n. Chúng tôi dự báo DT và LNST 2013 của DHG tăng 18% và 19%, đạt lần lượt 3.451 tỷ và 577 tỷ đồng.

Dự báo 2014. Với giả định nhà máy Non-Betalactam sẽ đi vào hoạt động như dự kiến của công ty (muộn nhất là cuối Q1/2014), chúng tôi dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận ròng năm 2014 của DHG sẽ tăng khoảng 18% và 20% n/n, đạt lần lượt 4.065 và 694 tỷ đồng. Lợi nhuận tăng cao hơn doanh thu là nhờ ưu đãi thuế từ nhà máy mới.

Định giá. Chúng tôi sử dụng phương pháp PE với EPS dự báo cho năm 2014 là 10.600 đồng/cp và PE bình quân ngành có trọng số theo vốn hóa thị trường, khoảng 13x. Theo đó, mức giá mục tiêu đạt được là 138.000 đồng/cp, cao hơn 22% so với giá thị trường hiện tại. Ngoài ra, DHG có tiềm năng tăng trưởng dài hạn tốt, ROE luôn duy trì trên mức 30% hầu như không có nợ vay. So với mức PE 2014 bình quân của các công ty cùng ngành trong khu vực là 18x, thì định giá của DHG tương đối hấp dẫn, chỉ 11x. Do vậy, chúng tôi **nâng khuyến nghị của DHG từ Nắm giữ lên Mua**. Tuy nhiên, cần lưu ý thêm thanh khoản chính là điểm trừ của cổ phiếu này.

DHG và các công ty cùng ngành trong nước

Cổ phiếu	Vốn hóa (triệu USD)	PE	PB	ROE	ROA	D/E
DMC	38.5	8.2	1.3	16.6	11.6	13.6
IMP	28.7	8.4	0.8	9.9	8.7	-
OPC	39.6	12.4	2.2	18.1	13.2	19.8
TRA	107.5	16.8	3.3	27.2	15.1	51.0
Trung bình		**13.3**(*)		**17.9**	**12.2**	**21.1**
DHG	**349.9**	**10.6**	**3.0**	**33.7**	**23.0**	**1.2**

(*)Bình quân có trọng số theo vốn hóa thị trường

Nguồn: Bloomberg, Công ty, Maybank Kim Eng

DHG và các công ty cùng ngành trong khu vực

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	PE13	PE14	PB	ROE	ROA	D/E
Ajanta Pharma Ltd	India	527.3	29.0	20.3	8.3	32.4	16.4	31.7
Sogo Medical Co Ltd	Japan	285.5	10.9	9.6	1.2	12.0	4.6	66.3
Mayne Pharma Group Ltd	Australia	344.2	-	23.3	3.1	(3.8)	(2.0)	38.6
Australian Pharmaceutical Industries	Australia	249.6	11.4	11.1	0.5	4.2	1.8	24.0
Kwang Dong Pharmaseutical	Korea	359.1	11.3	15.9	1.1	10.5	7.7	26.1
Eu Yan Sang International	Singapore	301.1	19.7	21.8	2.5	12.8	5.7	107.8
Ain Pharmaciez	Japan	761.9	13.4	12.9	1.9	15.5	6.1	45.0
Darya Varia Laboratoria PT	Indonesia	200.4	17.8	18.9	2.7	15.9	12.1	-
NATCO PHARMA LTD	India	388.0	33.2	25.6	4.5	14.3	7.2	63.3
RENATA LTD	Bangladesh	332.1	20.8	-	5.1	27.4	14.2	42.8
Trung bình		**374.9**	**18.6**	**17.7**	**3.2**	**13.8**	**7.2**	**46.9**
DHG		**349.9**	**12.8**	**10.6**	**3.0**	**33.7**	**23.0**	**1.2**

Nguồn: Bloomberg, Maybank Kim Eng

Dải PE của DHG



Nguồn: Bloomberg, Maybank Kim Eng

KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đ)

Năm tài khóa 31/12 (tỷ đ)	2011	2012	2013E	2014E
Doanh thu	**2,511**	**2,949**	**4,139**	**4,875**
Khoản giảm trừ doanh thu	-20	-18	-688	-810
Doanh thu thuần	**2,491**	**2,931**	**3,451**	**4,065**
Giá vốn hàng bán	1282	1,487	1,863	2,125
Lợi nhuận gộp	**1,209**	**1,444**	**1,588**	**1,939**
Chi phí bán hàng và	-744	-928	-1,035	-1,219
EBIT	**493**	**587**	**750**	**763**
Chi phí lãi vay	-2	-3	-3	-2
Lợi nhuận trước thuế	**491**	**585**	**748**	**761**
Thuế TNDN	-71	-93	-164	-61
Lợi nhuận sau thuế	**420**	**491**	**583**	**700**
Lợi ích của cổ đông thiểu	4	5	6	7
Lợi nhuận ròng	**416**	**486**	**577**	**693**
EBITDA	539	644	829	915
EPS (VND)	6,399	7,455	8,838	10,615

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đ)

Năm tài khóa 31/12	2011	2012	2013E	2014E
Tài sản	**1,996**	**2,377**	**2,864**	**3,418**
Tài sản ngắn hạn	**1,491**	**1,818**	**1,711**	**2,320**
Tiền	467	719	285	664
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0	0
Khoản phải thu	490	571	781	919
Hàng tồn kho	515	515	646	736
Khác	18	13	0	0
Tài sản dài hạn	**505**	**559**	**1,152**	**1,098**
Tài sản cố định	459	515	1,107	1,053
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	18	17	18	18
Khác	28	27	28	28
Nợ phải trả	**602**	**668**	**829**	**946**
Nợ phải trả ngắn hạn	**544**	**646**	**770**	**887**
Vay ngắn hạn	21	19	21	21
Phải trả nhà cung cấp	124	77	149	170
Khác	399	550	600	696
Nợ phải trả dài hạn	**58**	**21**	**59**	**59**
Nợ dài hạn	1	2	3	4
Khác	58	21	59	59
Nguồn vốn	**1,382**	**1,693**	**2,019**	**2,456**
Vốn góp của cổ đông	652	654	654	654
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	377	482	520	612
Khác	352	557	845	1,190
Cổ đông thiểu số	**12**	**16**	**16**	**16**

BÁO CÁO DÒNG TIỀN

Năm tài khóa 31/12	2011	2012	2013E	2014E
Dòng tiền hoạt động kinh	**252**	**539**	**428**	**706**
Lợi nhuận ròng	416	486	577	693
Khấu hao	54	70	79	152
Thay đổi vốn hoạt động	-160	29	-205	-112
Khác	-57	-46	-23	-28
Dòng tiền hoạt động đầu	**-181**	**-124**	**-672**	**-99**
Đầu tư TSCD ròng	-210	-126	-670	-99
Thay đổi trong đầu tư dài	23	1	-1	0
Khác	6	1	-1	0
Dòng tiền hoạt động tài	**-247**	**-163**	**-190**	**-229**
Thay đổi vốn góp cổ đông	4	2	0	0
Thay đổi khoản nợ vay	8	-2	2	0
Khác	2	-33	37	0
Cổ tức	-261	-130	-229	-229
Dòng tiền ròng	**-175**	**252**	**-434**	**378**

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Năm tài khóa 31/12	2011	2012	2013E	2014E
Tăng trưởng theo năm (%)				
Doanh thu	22	17	40	18
Doanh thu thuần	22	18	18	18
Lợi nhuận ròng	9	17	19	20
EPS	8	17	19	20
Khả năng sinh lợi (%)				
Lợi nhuận biên gộp	49	49	46	48
Lợi nhuận biên ròng	17	16	14	14
ROA	22	22	22	22
ROE	31	32	31	31
Các chỉ tình hình tài chính				
Nợ/tổng tài sản	0	0	0	0
Nợ/VCSH	0	0	0	0
Khả năng trả lãi vay	242	225	300	509
Chỉ số trên mỗi cổ phiếu				
EPS	6,399	7,455	8,838	10,615
BVPS	21,195	25,898	30,877	37,562
CFPS	7,165	10,996	4,283	4,298
Cổ tức	4,000	2,000	3,500	3,500

Nguồn: DHG, Maybank Kim Eng

BỘ PHẬN NGHIÊN CỨU PHÂN TÍCH – KHỐI KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

Nguyễn Thị Ngân Tuyền
Giám đốc
(84) 8 44 555 888 x 8081
tuyen,nguyen@maybank-kimeng,com,vn
- Thực phẩm và đồ uống
- Dầu khí

Nguyễn Trung Hòa
Phó Giám đốc
(84) 8 44 555 888 x 8088
hoa,nguyen@maybank-kimeng,com,vn
- Vĩ mô
- Thép
- Đường

Trịnh Thị Ngọc Điệp
(84) 4 44 555 888 x 8208
diep,trinh@maybank-kimeng,com,vn
- Công nghệ
- Năng lượng
- Xây dựng

Trương Quang Bình
(84) 4 44 555 888 x 8087 | binh.truong@maybank-kimeng.com.vn
- Cao su
- Săm lốp
- Dầu khí

Đặng Thị Kim Thoa
(84) 8 44 555 888 x 8083
thoa,dang@maybank-kimeng,com,vn
- Tiêu dùng
- Công nghiệp
- Thủy sản

Nguyễn Thị Sony Trà Mi
(84) 8 44 555 888 x 8084
mi,nguyen@maybank-kimeng,com,vn
- Cảng biển
- Dược

Nguyễn Hoài Nam
(84) 4 44 555 888 x 8029
nam,nguyen@maybank-kimeng,com,vn
- Phân tích kỹ thuật

Nguyễn Thanh Lâm
(84) 8 44 555 888 x 8086
thanhlam,nguyen@maybank-kimeng,com,vn
- Phân tích kỹ thuật

Phục lục 1: Điều khoản cho việc cung cấp báo cáo và những khuyến cáo

Khuyến nghị

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích lưu hành chung và cung cấp thông tin và báo cáo này không có ý định hoặc được xem là những đề nghị mua hoặc bán cổ phiếu được đề cập ở đây trong bất kỳ trường hợp nào, Nhà đầu tư nên lưu ý rằng giá trị của những cổ phiếu này có thể dao động và giá trị hoặc giá của mỗi cổ phiếu có thể tăng hoặc giảm, Những quan điểm và khuyến nghị bao gồm ở đây đều dựa vào hệ thống đánh giá kỹ thuật và cơ bản, Hệ thống đánh giá kỹ thuật có thể khác hệ thống đánh giá cơ bản bởi vì việc định giá kỹ thuật sử dụng nhiều phương pháp khác nhau và chỉ dựa vào các thông tin về giá và khối lượng giao dịch được trích từ thị trường chứng khoán vào việc phân tích cổ phiếu, Do đó, lợi nhuận của nhà đầu tư có thể thấp hơn tổng số vốn đầu tư ban đầu, Các kết quả trong quá khứ không nhất thiết là những chỉ dẫn của các kết quả trong tương lai, Báo cáo này không nhằm mục đích cung cấp những tư vấn đầu tư cá nhân và cũng không xem xét mục đích đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và yêu cầu đặc biệt của những người nhận và đọc báo cáo này, Vì vậy nhà đầu tư chỉ nên tìm kiếm những ý kiến về tài chính, luật pháp và những khuyến nghị khác liên quan đến sự phù hợp của việc đầu tư vào bất kỳ cổ phiếu nào hoặc những chiến lược đầu tư được thảo luận và khuyến nghị trong báo cáo này,

Những thông tin trong báo cáo này được trích từ những nguồn được tin là đáng tin cậy nhưng những nguồn này không được xác minh một cách độc lập bởi Maybank Investment Bank Berhad, các công ty con và công ty liên kết (có thể được gọi là “MKE”) và vì vậy không đại diện cho tính xác thực và đồng bộ của báo cáo này bởi MKE và do đó không nên dựa vào những nguồn như vậy, Vì vậy, MKE và tất cả nhân viên, giám đốc, chuyên viên và các tổ chức và/hoặc nhân viên liên quan (có thể gọi là “Đại diện”) sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ những tổn thất hoặc thiệt hại trực tiếp hoặc gián tiếp mà có thể phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào báo cáo này, Bất kỳ những thông tin, quan điểm hoặc khuyến nghị nào bao gồm trong báo cáo này có thể thay đổi vào bất cứ lúc nào mà sẽ không được thông báo trước,

Báo cáo này có thể bao gồm những phát biểu dự báo mà thường hoặc không phải lúc nào cũng được nhận biết bằng cách sử dụng các từ ngữ như “đoán trước”, “tin rằng”, “ước tính”, “dự tính”, “kế hoạch”, “kỳ vọng”, “dự phóng” và “dự báo” và những phát biểu rằng một sự kiện hoặc kết quả như “có thể”, “sẽ”, “có thể”, hoặc “nên” xảy ra hoặc đạt được và những phát biểu tương tự khác, Những phát biểu dự báo như vậy được dựa vào những giả định và thông tin được công bố cho chúng tôi và có thể chịu những rủi ro và không chắc chắn mà có thể làm cho kết quả thực tế khác nhiều so với những kết quả được đưa ra trong những phát biểu dự báo, Người đọc phải cẩn thận không được thay thế những thông tin liên quan trước đó vào những phát biểu dự báo này sau ngày phát hành hoặc phản ánh sự xảy ra của những sự kiện không được dự báo trước,

MKE và tất cả chuyên viên, giám đốc và nhân viên bao gồm những người liên quan đến việc chuẩn bị và phát hành báo cáo này có thể tham gia hoặc đầu tư vào những giao dịch tài chính với tổ chức phát hành cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này (trong một vài trường hợp có thể được luật cho phép), thực hiện những dịch vụ hoặc thu hút việc kinh doanh từ những tổ chức phát hành và/hoặc có một vị trí hoặc đang nắm giữ hoặc những lợi ích quan trọng khác hoặc những giao dịch khác đối với những cổ phiếu hoặc những quyền hoặc những quan hệ đầu tư khác, Hơn nữa, công ty có thể công bố trên thị trường những cổ phiếu được đề cập bằng những công cụ được trình bày trong báo cáo này, MKE có thể (theo luật định) hành động dựa vào hoặc sử dụng những thông tin được trình bày ở đây, hoặc dựa vào những nghiên cứu hoặc phân tích trước khi những tài liệu này được phát hành, Một hoặc nhiều hơn các giám đốc, chuyên viên và/hoặc nhân viên của MKE có thể là giám đốc của những tổ chức phát hành những cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này,

Báo cáo này được thực hiện cho khách hàng của MKE sử dụng và không được báo cáo lại, thay đổi bất kỳ hình thức nào, chuyển giao, sao chép hoặc phân phối tới bất kỳ tổ chức nào hoặc bất kỳ hình thức nào mà không có sự đồng ý bằng văn bản của MKE và MKE và những đại diện đồng ý không có trách nhiệm gì đối với những hành động của các bên thứ ba trên khía cạnh này,

Báo cáo này không được hướng dẫn hay nhằm mục đích phân phối hoặc sử dụng bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức là công dân hoặc cư trú tại những địa phương, tỉnh (tiểu bang), quốc gia nơi mà việc phân phối, phát hành, hoặc sử dụng có thể trái với luật hoặc quy định, Báo cáo này chỉ được phân phối trong những trường hợp được chấp thuận bởi pháp luật hiện hành, Các cổ phiếu được đưa ra ở đây có thể phù hợp cho mục đích bán trong tất cả các khu vực hoặc đối với những nhà đầu tư nhất định, Không có định kiến đối với những dự báo sau này, người đọc nên lưu ý rằng những tuyên bố trách nhiệm khác, cảnh báo hoặc những hạn chế có thể được áp dụng dựa vào vị trí địa lý của cá nhân hoặc tổ chức tiếp nhận báo cáo này,

Malaysia

Những quan điểm hoặc khuyến nghị bao gồm ở đây trong mọi hình thức phân tích kỹ thuật hoặc cơ bản, Phân tích kỹ thuật có thể khác với phân tích cơ bản vì việc định giá kỹ thuật áp dụng những phương pháp khác nhau và chỉ dựa vào những thông tin về giá và khối lượng giao dịch được trích từ Bursa Malaysia Securities Berhad trong phân tích chứng khoán,

Singapore

Báo cáo này được thực hiện vào ngày và những thông tin trong đây có thể chịu sự thay đổi, Maybank Kim Eng Research Pte Ltd, (“Maybank KERPL”) ở Singapore không có trách nhiệm phải cập nhật những thông tin này cho người nhận, Đối với việc phân phối báo cáo này tại Singapore, người nhận báo cáo này phải liên hệ với Maybank KERPL ở Singapore về những vấn đề phát sinh từ hoặc liên hệ với báo cáo này, Nếu người nhận báo cáo này không phải là nhà đầu tư được cấp phép, những nhà đầu tư chuyên nghiệp hoặc những tổ chức (được quy định tại Điều 4A của Luật về cổ phiếu và giao dịch tương lai của Singapore), Maybank KERPL sẽ chịu trách nhiệm pháp lý đối với nội dung của báo cáo này với những trách nhiệm được giới hạn theo quy định của pháp luật,

Thái Lan (Thailand)

Việc công bố những kết quả điều tra của Học Viện Hiệp hội các Giám Đốc của Thái Lan (Thai Institute of Directors Association - IOD) về quản trị doanh nghiệp được thực hiện bởi những người tham gia hoạch định chính sách của Văn phòng Ủy Ban Thị trường chứng khoán, Các điều tra của IOD dựa vào thông tin của những công ty niêm yết trên Thị trường Chứng khoán Thái Lan và Thị trường đầu tư tài sản thay thế được công bố rộng rãi và có thể được đánh giá bởi nhà đầu tư, Do đó, kết quả này là từ quan điểm của bên thứ ba, Nó không phải là việc đánh giá hoạt động và không dựa vào những thông tin nội bộ, Kết quả điều tra này sẽ được công bố trong báo cáo quản trị doanh nghiệp của các công ty niêm yết tại Thái Lan vào ngày phát hành, Vì vậy những điều tra này có thể bị thay đổi sau ngày phát hành, Maybank Kim Eng Securities (Thái Lan) Public Company Limited (“MBKET”) không xác nhận hay chứng nhận về tính chính xác của những kết quả điều tra này,

Ngoại trừ khi được cho phép đặc biệt, không phần nào của báo cáo này có thể được viết lại hoặc phân phối lại dưới bất kỳ hình thức nào mà không có sự cho phép bằng văn bản trước của MBKET, MBKET sẽ không chịu trách nhiệm gì đối với mọi hành động của bên thứ ba về khía cạnh này,

Mỹ (US)

Báo cáo mà được thực hiện bởi MKE được phân phối tại Mỹ (“US”) tới các nhà đầu tư tổ chức chủ yếu tại Mỹ (được quy định tại điều 15a-6 bởi Luật thị trường chứng khoán năm 1934 đã được sửa đổi) chỉ bởi Maybank Kim eng Securities USA Inc (“Maybank KESUSA”), công ty môi giới đăng ký tại Mỹ (đăng ký tại Điều 15 của Luật thị trường chứng khoán sửa đổi năm 1934), Tất cả mọi trách nhiệm của việc phân phối báo cáo này của Maybank KESUSA tại Mỹ sẽ được thực hiện bởi Maybank KESUSA, Tất cả những kết quả giao dịch của các cá nhân và tổ chức tại Mỹ sẽ được thực hiện thông qua công ty môi giới đã đăng ký tại Mỹ, Báo cáo này sẽ không được hướng dẫn cho nhà đầu tư nếu MKE bị cấm hoặc bị giới hạn cung cấp cho nhà đầu tư bởi bất kỳ quy định hoặc điều luật nào tại các lãnh thổ, Nhà đầu tư nên chấp thuận trước khi đọc báo cáo mà Maybank KESUSA được phép cung cấp những công cụ nghiên cứu về đầu tư được quy định bởi những quy định và điều luật,

Anh (UK)

Báo cáo này được phân phối bởi Maybank Kim Eng Securities (London) Ltd (“Maybank KESL”) được cấp phép và quy định bởi Cơ quan dịch vụ tài chính và chỉ cho mục đích cung cấp thông tin, Báo cáo này không nhằm mục đích phân phối tới những kỳ cá nhân nào được định nghĩa là khách hàng cá nhân được quy định tại Luật về thị trường và dịch vụ năm 2010 tại UK, Bất kỳ sự bao gồm nào của bên thứ ba nào đều chỉ cho sự thuận tiện của người nhận và công ty không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với những bình luận hay tính chính xác, và việc tiếp cận những mối liên hệ như thế là rủi ro riêng của những cá nhân, Không điều nào trong báo cáo này được xem như những tư vấn về thuế, kế toán hoặc luật pháp và những người nhận phù hợp nên tham khảo với những cơ quan tư vấn thuế độc lập,

Công bố thông tin

Công bố tổ chức hợp pháp

Malaysia: Báo cáo này được phát hành và phân phối tại Malaysia bởi Maybank Investment Bank Berhad (15938-H), là một tổ chức tham gia vào Bursa Malaysia Berhad và một tổ chức được cấp phép dịch vụ và thị trường tài chính được ban hành bởi Ủy ban Chứng khoán Malaysia, **Singapore:** Báo cáo này được phát hành và phân phối tại Singapore bởi Maybank KERPL (Co, Reg No 197201256N) được quy định bởi Cơ quan Tiền tệ Singapore, **Indonesia:** PT Kim Eng Securities ("PTKES") (Reg, No, KEP-251/PM/1992) là một tổ chức của Thị trường chứng khoán Indonesia và được quy định bởi BAPEPAM LK, **Thailand:** MBKET (Reg, No,0107545000314) là một thành viên của Thị trường chứng khoán Thái Lan và được quy định bởi Bộ tài chính và Ủy ban chứng khoán, **Philippines:** MATRKES (Reg, No,01-2004-00019) là một thành viên của Thị trường chứng khoán Philippines và được quy định bởi Ủy ban chứng khoán, **Việt Nam:** Công ty chứng khoán Maybank Kim Eng Việt Nam (giấy phép số 71/UBCK-GP) được cấp phép bởi Ủy ban chứng khoán nhà nước Việt Nam, **Hong Kong:** KESHK (Central Entity No AAD284) được quy định Ủy ban thị trường tương lai và chứng khoán, **Ấn Độ (India):** Công ty chứng khoán Kim Eng Ấn Độ ("KESI") là thành viên của Thị trường chứng khoán quốc gia Ấn Độ (Reg No: INF/INB 231452435) và thị trường chứng khoán Bombay (Reg, No, INF/INB011452431) và được quy định bởi Hội đồng thị trường chứng khoán Ấn Độ, KESI được đăng ký với SEBI tại Điều 1 Merchant Banker (Reg No 2377538) được cấp phép và quy định bởi Cơ quan dịch vụ tài chính,

Tuyên bố lợi ích

Malaysia: MKE và đại diện có thể giữ những vị trí hoặc có lợi ích quan trọng đối với những cổ phiếu được đề cập tại đây và có thể có những hoạt động khác như tạo lập thị trường hoặc có thể có những cam kết phát hành hoặc liên quan đến những cổ phiếu đó và cũng có thể thực hiện hoặc tìm kiếm những dịch vụ ngân hàng đầu tư, tư vấn và những dịch vụ khác hoặc có liên quan đến những công ty này,

Singapore: Vào ngày 20/8/2012, Maybank KERPL và chuyên viên phân tích phụ trách không có bất cứ lợi ích nào trong những công ty được khuyến nghị trong báo cáo này,

Thailand: MBKET có thể có quan hệ kinh doanh với hoặc có thể là tổ chức phát hành quyền mua phái sinh trên những cổ phiếu hoặc công ty được đề cập trong báo cáo này, Do đó, nhà đầu tư nên tự có những đánh giá trước khi quyết định đầu tư, MBKET, chuyên viên và những giám đốc, những tổ chức liên quan và/hoặc nhân viên có thể có lợi ích và/hoặc những cam kết phát hành đối với những cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này,

Hong Kong: KESHK có thể có lợi tích tài chính liên qua đến tổ chức phát hành hoặc tổ chức niêm yết mới tiềm năng được định nghĩa bởi những quy định trong điều 16,5(a) của Quy định về Đạo đức nghề nghiệp cá nhân tại Hong Kong được cấp phép và đăng ký với Ủy ban thị trường cổ phiếu và tương lai,

Vào ngày 20/8/2012, KESHK và chuyên viên phân tích phụ trách không có bất kỳ lợi ích nào trong những công ty được khuyến nghị trong báo cáo này,

MKE có thể, trong ba năm qua, dịch vụ như là tổ chức phụ trách phát hành và đồng phụ trách phát hành cổ phiếu ra công chúng cho những tổ chức được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp hoặc đã cung cấp trong 12 tháng qua những tư vấn hoặc dịch vụ đầu tư liên hệ đến việc đầu tư và có thể nhận thù lao từ những dịch vụ cung cấp cho những công ty được đề cập trong báo cáo này,

Những khuyến cáo khác

Xác nhận độc lập của chuyên viên phân tích

Những quan điểm được đề cập trong báo cáo này phản ánh chính xác những quan điểm cá nhân của chuyên viên phân tích về bất kỳ hoặc tất cả các cổ phiếu hoặc tổ chức phát hành; và chuyên viên phân tích đã, đang và sẽ không có bất kỳ sự bồi thường nào trực tiếp và gián tiếp liên quan đế những khuyến nghị hoặc quan điểm được đưa ra trong báo cáo này,

Lưu ý (Reminder)

Các chứng khoán cấu trúc là những công cụ phức tạp, tiêu biểu như bao gồm mức độ rủi ro cao và nhằm mục đích bán cho những nhà đầu tư cao cấp, những người có thể hiểu và chấp nhận những rủi ro liên quan, Giá trị thị trường của những chứng khoán cấu trúc (structured securities) có thể bị ảnh hưởng bởi những thay đổi về yếu tố kinh tế, tài chính và chính trị (bao gồm nhưng không giới hạn lãi suất hiện tại và tương lai), thời gian đáo hạn (time to maturity), điều kiện thị trường và những biến động và chất lượng tín dụng của tổ chức phát hành hoặc bảo lãnh phát hành, Những nhà đầu tư quan tâm đến việc mua những sản phẩm cấu trúc nên có những phân tích riêng về sản phẩm này và tham khảo với các tổ chức tư vấn chuyên nghiệp về những rủi ro liên quan đến giao dịch mua,

Không phần nào của báo cáo này có thể được sao chép, sao in hoặc lặp lại trong bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại mà không có sự đồng ý của MKE,

Hệ thống khuyến nghị đầu tư

Maybank Kim Eng Research sử dụng hệ thống đánh giá như sau

MUA	Tổng lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng hơn 15%
GIỮ	Tổng lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng giữa -15% tới 15%
BÁN	Tổng lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng dưới -15%

Áp dụng khuyến nghị đầu tư

Chuyên viên phân tích duy trì việc phân tích các cổ phiếu và danh sách cổ phiếu có thể được điều chỉnh tùy theo yêu cầu từng thời điểm, Khuyến nghị đầu tư chỉ áp dụng cho các cổ phiếu trong danh sách, Báo cáo về các công ty không nằm trong danh sách sẽ không thực hiện định giá và khuyến nghị,

Một số từ viết tắt sử dụng trong báo cáo

Adex = Advertising Expenditure (chi phí quảng cáo)
BV = Book Value (giá trị sổ sách)
CAGR = Compounded Annual Growth Rate (tăng trưởng kép)
Capex = Capital Expenditure (đầu tư TSCD)
CY = Calendar Year (Năm theo dương lịch)
DCF = Discounted Cashflow (chiết khấu dòng tiền)
DPS = Dividend Per Share (cổ tức 1 cổ phần)
EBIT = Earnings Before Interest And Tax (Lợi nhuận trước thuế và lãi vay)
EBITDA = EBIT, Depreciation And Amortisation (Lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao)
EPS = Earnings Per Share (Lợi nhuận 1 cổ phần)
EV = Enterprise Value (giá trị doanh nghiệp)
FCF = Free Cashflow (dòng tiền tự do)
FV = Fair Value (Giá trị thị trường)
FY = Financial Year (Năm tài khóa)
FYE = Financial Year End (kết thúc năm tài khóa)
MoM = Month-On-Month (so với tháng trước)
NAV = Net Asset Value (giá trị tài sản ròng)
NTA = Net Tangible Asset (giá trị tài sản hữu hình ròng)
P = Price (giá)
P,A, = Per Annum (hàng năm)
PAT = Profit After Tax (Lợi nhuận sau thuế)
PBT = Profit Before Tax (Lợi nhuận trước thuế)
PE = Price Earnings (Giá / lợi nhuận trên mỗi cổ phần)
PEG = PE Ratio To Growth (hệ số PE tăng trưởng)
PER = PE Ratio Hệ số P/E
QoQ = Quarter-On-Quarter (so với quý trước)
ROA = Return On Asset (tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản)
ROE = Return On Equity (tỷ suất lợi nhuận trên tổng vốn)
ROSF = Return On Shareholders' Funds (tỷ suất lợi nhuận trên VCSH)
WACC = Weighted Average Cost Of Capital (Chi phí vốn bình quân)
YoY = Year-On-Year (so với cùng kỳ năm trước)
YTD = Year-To-Date (lũy kế từ đầu năm đến ngày hiện tại)

Malaysia
Maybank Investment Bank Berhad
(A Participating Organisation of
Bursa Malaysia Securities Berhad)
33rd Floor, Menara Maybank,
100 Jalan Tun Perak,
50050 Kuala Lumpur
Tel: (603) 2059 1888;
Fax: (603) 2078 4194

Stockbroking Business:
Level 8, Tower C, Dataran Maybank,
No.1, Jalan Maarof
59000 Kuala Lumpur
Tel: (603) 2297 8888
Fax: (603) 2282 5136

Singapore
Maybank Kim Eng Securities Pte Ltd
Maybank Kim Eng Research Pte Ltd
9 Temasek Boulevard
#39-00 Suntec Tower 2
Singapore 038989

Tel: (65) 6336 9090
Fax: (65) 6339 6003

Hong Kong
Kim Eng Securities (HK) Ltd
Level 30,
Three Pacific Place,
1 Queen's Road East,
Hong Kong

Tel: (852) 2268 0800
Fax: (852) 2877 0104

London
Maybank Kim Eng Securities (London) Ltd
6/F, 20 St. Dunstan's Hill
London EC3R 8HY, UK

Tel: (44) 20 7621 9298
Dealers' Tel: (44) 20 7626 2828
Fax: (44) 20 7283 6674

New York
Maybank Kim Eng Securities USA Inc
777 Third Avenue, 21st Floor
New York, NY 10017, U.S.A.

Tel: (212) 688 8886
Fax: (212) 688 3500

Indonesia
PT Kim Eng Securities
Plaza Bapindo
Citibank Tower 17th Floor
Jl Jend. Sudirman Kav. 54-55
Jakarta 12190, Indonesia

Tel: (62) 21 2557 1188
Fax: (62) 21 2557 1189

India
Kim Eng Securities India Pvt Ltd
2nd Floor, The International 16,
Maharishi Karve Road,
Churchgate Station,
Mumbai City - 400 020, India

Tel: (91).22.6623.2600
Fax: (91).22.6623.2604

Philippines
Maybank ATR Kim Eng Securities Inc.
17/F, Tower One & Exchange Plaza
Ayala Triangle, Ayala Avenue
Makati City, Philippines 1200

Tel: (63) 2 849 8888
Fax: (63) 2 848 5738

Thailand
Maybank Kim Eng Securities (Thailand) Public Company Limited
999/9 The Offices at Central World,
20th - 21st Floor,
Rama 1 Road Pathumwan,
Bangkok 10330, Thailand

Tel: (66) 2 658 6817 (sales)
Tel: (66) 2 658 6801 (research)

Vietnam
In association with
Maybank Kim Eng Securities JSC
4A Floor, Vincom Center
45A Ly Tu Trong St.. District 1
Ho Chi Minh City, Vietnam

Tel : (84) 844 555 888
Fax : (84) 838 38 66 39

Saudi Arabia
In association with
Anfaal Capital
Villa 47, Tujjar Jeddah
Prince Mohammed bin Abdulaziz
Street P.O. Box 126575
Jeddah 21352

Tel: (966) 2 6068686
Fax: (966) 26068787

South Asia Sales Trading
Connie TAN
connie@maybank-ke.com.sg
Tel: (65) 6333 5775
US Toll Free: 1 866 406 7447

North Asia Sales Trading
Eddie LAU
eddielau@kimeng.com.hk
Tel: (852) 2268 0800
US Toll Free: 1 866 598 2267