CTCP Dược Hậu Giang (DHG)

KHẢ QUAN

Vũ Thị Trà Lý
Chuyên viên

Cập nhật công ty

Ngành dược

Giá mục tiêu	**158.000**
Giá hiện tại	**142.000**
TL tăng	**11,3%**
Lợi suất cổ tức	**2,8%**
Tổng lợi nhuận	**14,1%**

Các chỉ số chính

Giá trị vốn hóa USD	442 triệu
GTGD bình quân ngày trong 30 ngày qua USD	0,1 triệu
Sở hữu của khối ngoại	49%
Room tối đa cho khối ngoại	49%
SL cổ phiếu lưu hành	65,4 triệu
SL cổ phiếu pha loãng hoàn toàn	65,4 triệu
Mức cao nhất 12 tháng VNĐ	150.000
Mức thấp nhất 12 tháng VNĐ	77.000

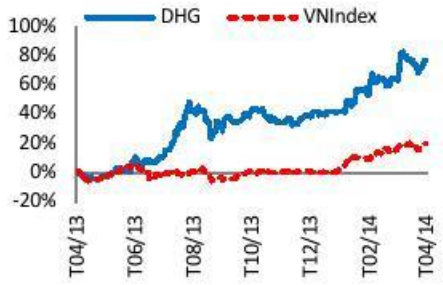
Cơ cấu cổ đông

SCIC (Nhà nước)	43,3%
Templeton	12,6%
HĐQT	0,9%
Khác	43,1%

Mô tả công ty

DHG là công ty dẫn đầu trong lĩnh vực sản xuất dược phẩm trong vòng 12 năm qua tại Việt Nam. Yếu tố doanh thu chính của công ty là phân khúc dược phẩm tự sản xuất với các mặt hành chính như thuốc kháng sinh và thuốc giảm đau. DHG có mạng lưới phân phối thuốc lớn nhất cả nước. Kênh phân phối chính của DHG là kênh phân phối dược phẩm không cần ghi toa (OTC). Công ty được niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán TP. HCM vào năm 2006.

Diễn biến tương đối của giá cổ phiếu



Doanh thu tăng mạnh nhờ nhà máy mới đi vào hoạt động

Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị KHẢ QUAN dành cho DHG vì tin rằng công ty sẽ có mức tăng trưởng EPS ổn định 14% cho đến ít nhất là năm 2018 nhờ nhà máy mới đi vào hoạt động trong năm nay. Trong khi biên lợi nhuận gộp sẽ giảm nhẹ do hoạt động thương mại đang trở thành một mảng lớn trong cơ cấu hoạt động của DHG, công ty đang giao dịch tại mức PER năm 2014 rất hấp dẫn là 14,7 lần và PER năm 2015 là 12,5 lần, đây là mức tương đối rẻ so với PER trung vị của các công ty dược khác tại các thị trường mới nổi là 17,2 lần.

Nhà máy mới giúp thúc đẩy doanh thu

Chúng tôi cho rằng năm 2014 sẽ tiếp tục là một năm có diễn biến tốt vì chúng tôi dự báo doanh thu thuần năm 2014 sẽ tăng 13% so với năm 2013 và lợi nhuận ròng sẽ tăng 7% (tăng 27% nếu chưa tính lợi nhuận bất thường) nhờ giá bán trung bình và sản lượng tăng lần lượt 6% và 8% vì nhà máy mới đi vào hoạt động. Doanh thu ngành dược tại Việt Nam được dự báo sẽ có tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) đạt 17% cho đến ít nhất năm 2017. Thực tế, mặc dù DHG vẫn đang tăng trưởng bền vững nhưng đang dần bị các công ty nước ngoài và các công ty mới giành bớt thị phần. DHG cũng sẽ tiếp tục tối ưu hóa hệ thống phân phối và đặt mục tiêu giữ cho chi phí SG&A ở mức 22% doanh thu thuần. Để giảm tiền thuế thu nhập doanh nghiệp, DHG dự kiến chuyển 80% hoạt động sản xuất từ nhà máy cũ sang nhà máy mới, do nhà máy mới được miễn thuế từ năm 2014-2017.

Cổ tức bằng tiền mặt có thể tăng lên 3.000 đồng/cổ phiếu, cổ phiếu thưởng có tỷ lệ 3-cho-1

DHG sẽ tổ chức ĐHCĐ vào ngày 28/04/2014 và HĐQT dự kiến sẽ đề xuất mức cổ phiếu thưởng với tỷ lệ 3-cho-1 nhằm tăng tính thanh khoản của cổ phiếu và nâng mức cổ tức bằng tiền mặt cho năm 2013 từ 2.800 đồng/cổ phiếu lên 3.000 đồng/cổ phiếu (tương đương lợi suất cổ tức 2,2%). Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng do DHG có lượng tiền mặt dồi dào nên công ty có thể tăng mức chi trả cổ tức lên 4.000 đồng/cổ phiếu cho năm 2014.

Kết quả kinh doanh tốt trong năm 2013: lợi nhuận tăng 20%, nhưng chỉ tăng 1,1% nếu không tính lợi nhuận bất thường

Doanh thu năm 2013 tăng 20% so với năm 2012 nhờ doanh thu từ các sản phẩm tự sản xuất tăng 11% (chiếm 85% tổng doanh thu) và doanh thu từ kinh doanh và các phân khúc khác tăng 130%. Doanh thu bất thường đến từ việc DHG bán nhãn hiệu Eugica. Nếu không tính thương vụ này thì lợi nhuận ròng sau thuế chỉ tăng 1,1%. Biên lợi nhuận gộp tổng hợp giảm từ 49,3% xuống 46,5% do doanh thu từ phân khúc thương mại (có biên lợi nhuận gộp là 5,5%) tăng nhiều hơn so với biên lợi nhuận gộp của các sản phẩm mà DHG tự sản xuất (với biên lợi nhuận gộp 53,6%). Tuy nhiên, chi phí bán hàng chỉ tăng 13%. Tăng trưởng trong tương lai hoàn toàn nhờ vào nhà máy mới, đây là lý do tại sao chúng tôi tin rằng trong năm 2014 EPS sẽ tăng 7% (tăng 27% nếu chưa tính lợi nhuận bất thường).

	Thực tế		Ước tính		
Các chỉ số chính	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**
Doanh thu (tỷ đồng)	2.931	3.527	3.974	4.637	5.437
LN ròng sau thuế (tỷ đồng)	491	589	633	740	867
Biên LN gộp (%)	49,3%	46,5%	46,9%	46,8%	47,0%
Biên LN ròng (%)	16,8%	16,7%	15,9%	16,0%	15,9%
EPS pha loãng (đồng)(*)	7.527	9.009	9.683	11.325	13.255
Tăng trưởng EPS (bao gồm LNBT) (%)	18%	20%	7%	17%	17%
Cổ tức/CP (đồng)	3.000	3.000	4.000	4.000	4.000
Lợi suất cổ tức (%) ở giá hiện tại	2,1%	2,1%	2,8%	2,8%	2,8%
PER ở giá hiện tại (lần)	18,9	15,8	14,7	12,5	10,7
ROA (%)	22,7%	21,7%	20,7%	22,3%	22,1%
ROE (%)	32,0%	32,0%	29,1%	28,5%	27,6%
Nợ/CSH (%)	1,1%	6,4%	3,7%	0,5%	0,4%

(*) Chúng tôi không đưa mức cổ phiếu thưởng 3-cho-1 mà công ty dự kiến sẽ đề xuất tại ĐHCĐ sắp tới vào mô hình định giá

Báo cáo tài chính

tỷ đồng	Thực tế 2013	Dự báo 2014	2015	2016
KQLN				
Doanh thu	3.527	3.974	4.637	5.437
- Giá vốn hàng bán	-1.887	-2.109	-2.469	-2.882
Lợi nhuận gộp	1.640	1.865	2.168	2.555
- Chi phí bán hàng	-770	-866	-1.020	-1.196
- Chi phí quản lí DN	-271	-306	-357	-435
LN thuần HĐKD	600	693	791	924
- (Lỗ) / lãi tỷ giá	0	0	0	1
- Lợi nhuận khác	184	0	0	0
EBIT	784	693	791	925
- Chi phí lãi vay	-2	-2	-8	-7
Lợi nhuận trước thuế	782	692	784	917
- Thuế TNDN	-188	-55	-39	-46
LNST	593	637	744	871
- Lợi ích CĐTS	-4	-3	-4	-5
LNST cổ đông CT Mẹ	589	633	740	867
EBITDA	852	799	918	1.065
Số CP lưu hành (triệu)	65	65	65	65
EPS	9.009	9.683	11.325	13.255
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	20,3%	12,66%	16,70%	17,25%
Tăng trưởng LN HĐKD	16,8%	15,57%	14,12%	16,86%
Tăng trưởng EBIT	34,1%	-11,53%	14,12%	16,86%
Tăng trưởng EPS	19,9%	7,48%	16,96%	17,04%
Chỉ số khả năng sinh lợi				
Biên LN gộp %	46,5%	46,9%	46,8%	47,0%
Biên LN ròng %	16,7%	15,9%	16,0%	15,9%
ROE %	32,0%	29,1%	28,5%	27,6%
ROA %	21,7%	20,7%	22,3%	22,1%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	123,1	124,6	108,4	106,7
Số ngày phải thu	49,4	47,7	45,5	45,4
Số ngày phải trả	33,4	38,2	27,8	26,9
TG luân chuyển tiền	139,2	134,1	126,1	125,2
Chỉ số TK/đòn bẩy TC				
CS thanh toán hiện hành	2,2	3,4	3,6	4,0
CS thanh toán nhanh	1,4	2,2	2,4	2,9
CS thanh toán tiền mặt	0,6	0,7	1,0	1,5
Nợ / Tài sản	4,1%	2,8%	0,4%	0,4%
Nợ / Vốn sử dụng	6,0%	3,5%	0,5%	0,4%
Nợ / Vốn CSH	6,4%	3,7%	0,5%	0,4%
KN thanh toán lãi vay	345,3	453,1	103,6	123,3

tỷ đồng	Thực tế 2013	Dự báo 2014	2015	2016
Bảng cân đối kế toán				
Tiền và tương đương	613	397	691	1.140
Đầu tư TC ngắn hạn	170	170	170	170
Các khoản phải thu	506	533	623	730
Hàng tồn kho	758	682	785	900
Tài sản ngắn hạn khác	186	186	186	186
Tổng tài sản ngắn hạn	2.233	1.968	2.454	3.126
Tài sản cố định gộp	906	1.275	1.419	1.591
- Khấu hao lũy kế	-283	-388	-515	-656
Tài sản cố định thuần	623	887	904	935
Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	225	225	225	225
Tổng tài sản dài hạn	848	1.112	1.129	1.160
Tổng Tài sản	**3.081**	**3.080**	**3.583**	**4.286**
Phải trả ngắn hạn	268	173	203	221
Vay và nợ ngắn hạn	127	15	15	15
Phải trả ngắn hạn khác	635	397	464	544
Nợ ngắn hạn	1.030	586	682	780
Vay và nợ dài hạn	0	72	0	0
Nợ dài hạn khác	51	51	51	51
Tổng nợ dài hạn	51	123	51	51
Tổng nợ	**1.081**	**709**	**733**	**831**
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn góp bổ sung	0	0	0	0
Vốn cổ phần	654	654	654	654
Lợi nhuận giữ lại	1.328	1.699	2.178	2.783
Lợi ích của CĐTS	18	18	18	18
Tổng vốn CSH	**1.999**	**2.371**	**2.850**	**3.455**
Tổng cộng nguồn vốn	**3.081**	**3.080**	**3.583**	**4.286**
Lưu chuyển tiền tệ				
Tiền đầu năm	719	613	397	691
Lợi nhuận ròng	589	633	740	867
Khấu hao	71	106	127	140
Thay đổi vốn lưu động	-83	-284	-96	-125
Điều chỉnh khác	-48	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	**529**	**455**	**771**	**882**
Chi mua sắm TSCĐ	-349	-369	-144	-172
Đầu tư khác	-170	0	0	0
Tiền từ hoạt động đầu tư	**-512**	**-369**	**-144**	**-172**
Cổ tức đã trả	-230	-261	-261	-261
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Thay đổi nợ ngắn hạn và dài hạn	108	-40	-72	0
Tiền từ hoạt động TC	**-122**	**-301**	**-333**	**-261**
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-106	-216	294	449
Tiền cuối năm	**613**	**397**	**691**	**1.140**

Tổng kết kết quả hàng quý

Tỷ đồng

2013	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD
Doanh thu	770	779	838	1139,6	3.527
Lợi nhuận gộp	345	371	388	535,9	1.640
Biên LN gộp (%)	44,8%	47,6%	46,4%	47,0%	46,5%
Lợi nhuận từ hoạt động	140	139	139	193,2	610
Biên LN hoạt động (%)	18,1%	17,8%	16,5%	17,0%	17,3%
LN ròng	116	126	209	138,6	589
Biên LN ròng (%)	15,1%	16,1%	24,9%	12,2%	16,7%

2012	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD
Doanh thu	620	692	713	906	2.931
Lợi nhuận gộp	291	335	365	453	1.444
Biên LN gộp (%)	46,9%	48,4%	51,2%	50,0%	49,3%
Lợi nhuận từ hoạt động	107	76	107	122	513
Biên LN hoạt động (%)	17,3%	11,1%	15,1%	13,5%	17,5%
LN ròng	102	159	98	133	491
Biên LN ròng (%)	16,5%	22,9%	13,8%	14,7%	16,8%

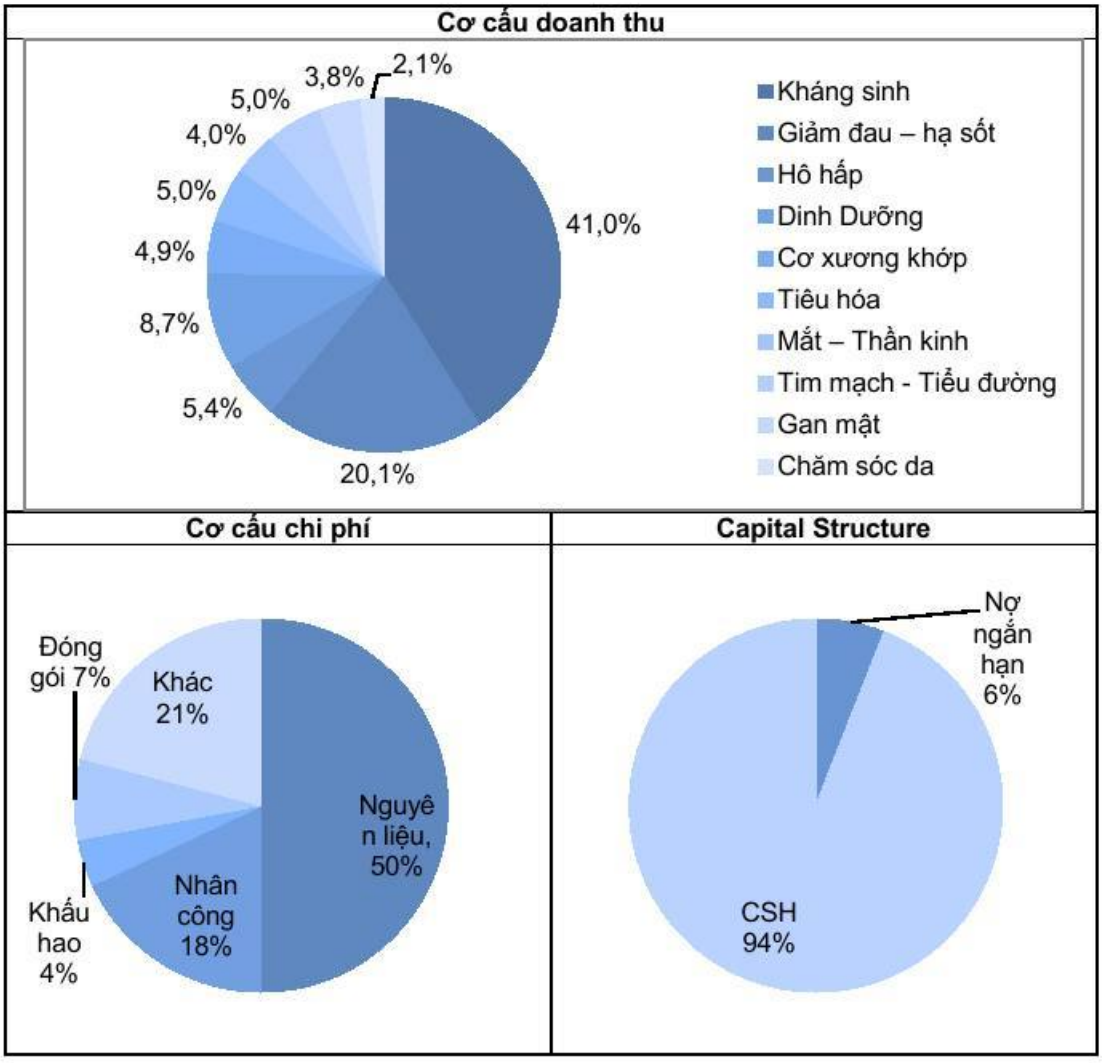
2011	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD
Doanh thu	579	584	567	764	2.491
Lợi nhuận gộp	278	286	262	344	1209
Biên LN gộp (%)	48,0%	49,0%	46,1%	45,0%	48,5%
Lợi nhuận từ hoạt động	90	125	113	135	465
Biên LN hoạt động (%)	15,6%	21,3%	20,0%	17,7%	18,7%
LN ròng	88	121	101	121	416
Biên LN ròng (%)	15,1%	20,7%	17,7%	15,8%	16,7%

Lịch công bố kết quả lợi nhuận

	Loại hình	Ngày công bố dự kiến
Q1/2014	Hợp nhất	10/05/2014
Q2/2014	Hợp nhất	20/07/2014
Q3/2014	Hợp nhất	20/10/2014
Q4/2015	Hợp nhất	20/01/2015

Sơ lược về Công ty

Lĩnh vực kinh doanh	Sản xuất dược phẩm và thực phẩm chức năng
Doanh thu	3.527 tỷ đồng – 168 triệu USD (2013)
Lợi nhuận ròng	589 tỷ đồng – 28 triệu USD (2013)
Yếu tố doanh thu hình	Thuốc kháng sinh, thuốc giảm đau, thuốc hạ sốt
Yếu tố chi phí chính	Nguyên liệu (Active Ingredients) và đóng gói
Yếu tố rủi ro chính	Chi phí nguyên liệu
Các khách hàng chính	Trên 2.000 khách hàng (các hiệu thuốc), không có khách hàng lớn
Lãnh đạo	Bà Phạm Thị Việt Nga (Chủ tịch HĐQT) Bà Lê Minh Hồng (TGĐ)
Địa chỉ	288 Nguyễn Văn Cừ, TP. Cần Thơ, Việt Nam
Website	www.dhgpharma.com.vn
Email	dhgpharma@dhgpharma.com.vn
Điện thoại	(+84) 71 038 914



Nguồn: Báo cáo tài chính của DHG năm 2013

Nộp dung cập nhật

- Tình hình năm 2013
- Dự báo năm 2014 của VCSC
- Định giá

Tình hình năm 2013

Kết quả kinh doanh tốt trong năm 2013: lợi nhuận tăng 20%

DHG kết năm 2013 với doanh thu thuần tăng 20% so với năm 2012, đạt 3.527 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế tăng 20% đạt 589 tỷ đồng. Doanh thu từ các sản phẩm tự sản xuất (chiếm 85% doanh thu thuần) tăng 11%, trong khi doanh thu từ lĩnh vực thương mại và các phân khúc khác (chiếm 15% doanh thu thuần) tăng 130% chủ yếu là nhờ doanh thu từ việc DHG phân phối sản phẩm nhãn hàng Eugica. Hồi Quý 3/2013, DHG đã bán lại nhãn hàng này cho Mega LifeSciences (Thái Lan) và thu về lợi nhuận bất thường 122 tỷ đồng. DHG nhượng lại Eugica vì ba nguyên nhân sau: (i) Nhằm quảng bá chất lượng sản phẩm và thương hiệu ra thị trường thế giới thông qua hệ thống phân phối của Mega LifeSciences vì DHG sẽ sản xuất các sản phẩm mang nhãn hàng Eugica cho Mega LifeSciences cho đến năm 2017; (ii) Eugica có công thức đơn giản nên sẽ không có sức cạnh tranh cao và (iii) DHG có thể dùng tiền bán nhãn hàng này để phát triển một nhãn hàng khác. Kênh phân phối dược phẩm không cần ghi toa (OTC) tiếp tục là kênh phân phối chính của DHG (chiếm 89% doanh thu các sản phẩm tự sản xuất), 11% còn lại được bán qua kênh phân phối bệnh viện. Trong khi doanh thu từ kênh OTC tăng 18% thì doanh thu từ kênh phân phối qua hệ thống bệnh viện giảm 27% do Thông tư 01 của Bộ Y tế ưu tiên dùng các loại dược phẩm có giá thành rẻ nhất cho quy trình khám chữa bệnh, nhằm giảm áp lực lên ngân sách Nhà nước đối với bảo hiểm y tế và bảo hiểm xã hội.

Hình 1: Kết quả lợi nhuận năm 2013 của DHG

	2012	2913	YoY%	Ghi chú
Doanh thu	2.931	3.527	20%	Sản phẩm tự sản xuất tăng 11%
LN gộp	1.444	1.640	14%	Biên LN gộp giảm do tỷ trọng đóng góp của lĩnh vực thương mại cho doanh thu tăng lên
LN từ HĐKD	513	600	17%	Chi phí SG&A tăng ít hơn tăng trưởng doanh thu
Lời/(lỗ) từ HĐ ngoài KD	71	184	158%	LN bất thường từ Eugica
Chi phí lãi vay	(3)	(2)	-13%	
LN trước thuế (LNTT)	582	782	34%	
LN sau thuế trừ đi lợi ích CĐTS	491	589	20%	Thuế TNDN tăng từ 15% lên 25%, hết thời hạn được miễn thuế

Nguồn: KQLN hợp nhất năm 2013 của DHG

Nhìn chung, biên lợi nhuận gộp trong năm 2013 giảm từ 49,3% trong năm 2012 xuống 46,5% do phân khúc kinh doanh tăng nhanh hơn và chiếm tỷ trọng lớn hơn trong cơ cấu doanh thu thuần, mặc dù biên lợi nhuận ròng trong năm 2013 của các sản phẩm tự sản xuất tăng lên 53,6% (mức cao nhất trong 4 năm qua) nhờ cơ cấu sản phẩm cải thiện và giá nguyên liệu ổn định.

Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh trong năm 2013 tăng 17%. Biên lợi nhuận từ hoạt động giảm từ 17,5% trong năm 2012 xuống 17,0% trong năm 2013, con số này nhìn chung không giảm nhiều như biên lợi nhuận gộp vì DHG đã giảm bớt được chi phí bán hàng trong năm 2013 do tỷ lệ này đối với doanh thu giảm từ 24,3% trong năm 2012 xuống 21,8%. Trong Quý 3/2013, DHG ghi nhận 122 tỷ đồng lợi nhuận bất thường từ nhãn hiệu thuốc giảm ho Eugica. Khoản lợi nhuận bất thường này giúp lợi nhuận trước thuế tăng lên mức 34% và lợi nhuận

ròng tăng lên 20%. Mức tăng trưởng lợi nhuận ròng thấp hơn mức tăng lợi trưởng lợi nhuận trước thuế vì DHG phải trả đủ 25% thuế thu nhập doanh nghiệp trong năm 2013 (so với mức thuế chỉ là 15% trong năm 2012).

Dự báo 2014 của VCSC

Tăng trưởng doanh thu ổn định và miễn giảm thuế thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận ròng 2014

Chúng tôi dự báo trong năm 2014, DHG sẽ thu về 3.974 tỷ đồng doanh thu (tăng 13% so với năm 2013) và 633 tỷ đồng lợi nhuận ròng (tăng 7%) (tương ứng với mức tăng 17% của lợi nhuận ròng bình thường hóa năm 2013). Doanh thu sẽ tăng nhờ sản lượng tăng 8% và giá bán trung bình tăng 6%, trong đó 2% là từ việc tăng giá bán một số sản phẩm chính và phần còn lại là từ việc điều chỉnh cơ cấu sản phẩm.

Các sản phẩm do DHG tự sản xuất (dự báo doanh thu tăng 14% so với năm 2013) sẽ là nhân tố chính thúc đẩy tăng trưởng doanh thu nhờ có thêm công suất từ nhà máy non-betalactam mới (4 tỷ đơn vị/năm) đi vào hoạt động vào cuối tháng 04/2014. Xin lưu ý là một nhà máy batalactam, với công suất 1 tỷ đơn vị/năm, sẽ được hoàn tất vào tháng 12/2014. Vì năm 2014, DHG không còn phân phối sản phẩm mang nhãn hàng Eugica (chiếm khoảng 1/3 doanh thu từ hoạt động thương mại), chúng tôi cho rằng doanh thu từ hoạt động này năm 2014 sẽ chỉ tăng 5% so với năm 2013.

Hình 2: Dự báo lợi nhuận do VCSC đưa ra

	2013	2014	YoY %	Ghi chú
Doanh thu	3.527	3.974	13%	
- Sản phẩm của DHG	3.005	3.425	14%	Giá bán trung bình tăng 6% và sản lượng bán ra tăng 8%
- Hoạt động thương mại	523	549	5%	Không còn phân phối Eugica
Lợi nhuận gộp	1.640	1.865	14%	Chi phí nguyên liệu ổn định
Lợi nhuận từ HĐKD	600	693	16%	Quản lý bán hàng hiệu quả hơn
LN trước thuế ngoài HĐKD	184	0	-100%	Không còn lợi nhuận bất thường trong năm 2014
Chi phí lãi vay	(2)	(2)	-33%	
Lợi nhuận trước thuế	782	692	-11%	
LNST trừ lợi ích CĐTS	589	633	7%	Giả định mức thuế áp dụng năm 2014 là 8% nhờ nhà máy mới hưởng thuế 0%

Nguồn: Dự báo của VCSC

Biên lợi nhuận gộp năm 2014 sẽ tăng nhẹ 0,04% lên 46,5% với giả định cơ cấu sản phẩm cải thiện và giá nguyên liệu (hoạt chất dược phẩm) ổn định.

Chi phí bán hàng dự kiến sẽ tăng song song với doanh thu; vì vậy, biên lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh năm 2014 sẽ tăng nhẹ lên 17,4% từ mức 17% năm 2013.

Chúng tôi ước tính mức thuế áp dụng cho năm 2014 chỉ là 8% so với mức 25% năm 2013 vì DHG được hưởng ưu đãi thuế với nhà máy non-betalactam mới tại KCN Tân Phú Thạnh. DHG dự kiến sẽ chuyển dịch 80% công suất hiện tại sang nhà máy mới vì nhà máy này hưởng thuế TNDN 0% từ năm 2014 đến 2017. Mức thuế sẽ được tăng lên 5% từ năm 2018-2026 và 10% từ năm 2027-2028. Nhìn chung, chúng tôi ước tính tổng chi phí thuế tiết kiệm được từ năm 2014-2018 sẽ lên đến 1.000 tỷ đồng.

Nhờ DHG được giảm thuế, lợi nhuận sau thuế 2014 dự kiến sẽ tăng mạnh 7% so với năm 2013, tương ứng với mức tăng thực tế đầy ấn tượng 27% của lợi nhuận sau thuế bình thường hóa năm 2013.

Phân tích bảng cân đối kế toán

DHG duy trì bảng cân đối kế toán lành mạnh với dự trữ tiền mặt lên đến 613 tỷ đồng và gần như không có nợ tính đến thời điểm kết thúc năm 2013. Công ty sẽ lấy nguồn vốn phục vụ việc xây dựng nhà máy betalactam mới (công suất 1 tỷ đơn vị/năm) từ chính dự trữ tiền mặt của mình và dự kiến sẽ hoàn tất nhà máy vào tháng 12/2014.

Thời gian luân chuyển tiền giảm xuống còn 139 ngày so với 151 ngày năm 2012 nhờ thời gian tồn kho rút ngắn (số ngày tồn kho giảm 3 ngày xuống 123 ngày).

Định giá

Chúng tôi giữ khuyên khuyến nghị KHẢ QUAN đối với DHG với giá mục tiêu là 158.000 đồng (xin lưu ý là kết quả này không bao gồm khả năng thưởng cổ phiếu như đề xuất tại ĐHCĐ) theo phương pháp chiết khấu dòng tiền, áp dụng WACC 12,5% (trên cơ sở hệ số beta 0,6, lãi suất phi rủi ro 8,5%, phí bảo hiểm rủi ro 7% và chi phí nợ 7%). Giá mục tiêu mới tương ứng với PER 16,4 lần EPS 2014 và PER 14,0 lần EPS 2015.

Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận trong 5 năm tới sẽ có tăng trưởng kép hàng năm lần lượt vào khoảng 16% và 14% nhờ công suất mở rộng và chiến lược bán hàng.

Tại mức giá hiện tại 142.000 đồng, DHG hiện đang giao dịch tại mức PER 2014 là 14,7 lần, thấp hơn 15% so với mức trung bình của các công ty dược phẩm khác trong khu vực (Hình 3). Mức giá này tỏ ra khá hấp dẫn, nhất là khi ROA và ROE của DHG tương đối cao so với ngành dược.

Tỷ đồng	
Phương pháp định giá	CKDT 5 năm
Giá mục tiêu	158.806
Tổng dòng tiền tự do chiết khấu	2.515
Giá trị hiện tại	7.306
Tổng dòng tiền tự do chiết khấu và giá trị hiện tại	9.821
+ Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	783
- Nợ ngắn và dài hạn	127
- Lợi ích CĐTS	18
Giá trị vốn CSH	10.382
Giá trị doanh nghiệp	10.731
EV/EBITDA (x)	13

Các giả định chính	
WACC	12,5%
Tỷ lệ nợ	0%
Thuế suất	25,0%
Chi phí CSH	12,7%
Lãi suất phi rủi ro	8,5%
Phí bảo hiểm rủi ro CSH	7,0%
Hệ số beta	0,60
Chi phí nợ	7,0%
Tăng trưởng cuối cùng	4,2%

	2014	2015	2016	2017	2018
FFCF					
EBIT*(1-thuế)	638	752	878	1,030	1,150
Cộng: Khấu hao	106	127	140	153	164
trừ: Đầu tư XDCB	(369)	(144)	(172)	(143)	(111)
Δ thay đổi GTVH	(284)	(96)	(125)	(132)	(125)
Dòng tiền tự do	90	639	722	909	1,078
DTTD chiết khấu	80	504	506	565	669

Hình 3: So sánh với các công ty dược phẩm khác trong khu vực

	Quốc gia	GTVH (triệu USD)	ROA (%)	ROE (%)	Tăng trưởng DT 3 năm	PER 12 tháng qua	PBR 12 tháng qua	PER 2014
Tempo Scan Pacific Tbk Pt	Indonesia	1.224	13,5	18,6	10,2	22,2	4,9	17,5
Torrent Pharmaceuticals Ltd	Ấn Độ	1.582	12,6	33,1	18,6	22,1	6,7	16,0
Square Pharmaceuticals Ltd	Bangladesh	1.721	16,0	19,9	16,5	32,5	6,0	20,8
Strides Arcolab Ltd	Ấn Độ	426	16,7	49,8	23,6	3,0	1,2	10,2
Hunan Er-Kang Pharma	Trung Quốc	2.190	14,4	15,5	41,8	70,2	10,3	43,6
Alembic Pharmaceuticals	Ấn Độ	886	15,7	36,8	n/a	32,4	10,6	17,2
Unichem Laboratories Ltd	Ấn Độ	340	11,0	16,3	13,3	18,0	2,8	13,2
Natco Pharma Ltd	Ấn Độ	423	7,2	14,3	15,6	33,6	4,5	20,8
CTCP Dược Hậu Giang	**Việt Nam**	**431**	**21,6**	**32,1**	**20,1**	**15,4**	**4,6**	**14,3**
Trung bình		**1.025**	**14,3**	**26,3**	**20,0**	**27,7**	**5,7**	**19,0**
Trung vị		**886**	**14,4**	**19,9**	**17,5**	**22,2**	**4,9**	**17,2**

Nguồn: Bloomberg, Ước tính của VCSC

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Vũ Thị Trà Lý, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
KÉM KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ, 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

Trụ sở chính
Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588
Phòng giao dịch
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội
109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999
Phòng giao dịch
236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Trưởng phòng cao cấp
Tôn Minh Phương

Phòng Nghiên cứu và Phân tích
+84 8 3914 3588

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa
CV cao cấp, Ngô Bích Vân
CV cao cấp, Phạm Đình Ân
CV PTKT cao cấp, Nguyễn Thế Minh
Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý
Chuyên viên, Nguyễn Quốc Hòa

Chuyên viên, Đặng Văn Pháp
Chuyên viên, Văn Đình Vỹ
Chuyên viên, Dương Mỹ Thanh
Chuyên viên, Nguyễn Hồng Quang
Chuyên viên, Ngô Đăng Quế
Chuyên viên, Nguyễn Thị Anh Đào
Chuyên viên, Nguyễn Ngọc Hoàng Hải

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài
Michel Tosto, M.Sc.
+84 8 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước
Nguyễn Quốc Dũng
+84 8 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh
Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà nội
Nguyễn Huy Quang
+84 4 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Lịch sử khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
10/04/2014	KHẢ QUAN	142.000	158.000
06/08/2013	NẮM GIỮ	120.000	108.000
02/07/2013	MUA	87.000	108.000
23/04/2013	THÊM VÀO	79.000	90.200