

NẮM GIỮ

Tổng Công ty Dược Việt Nam-CTCP _ UPCom: DVN

Khuyến nghị

Giá mục tiêu	17.331
Giá đóng cửa (24/10/2017)	16.000
Upside	8,3%

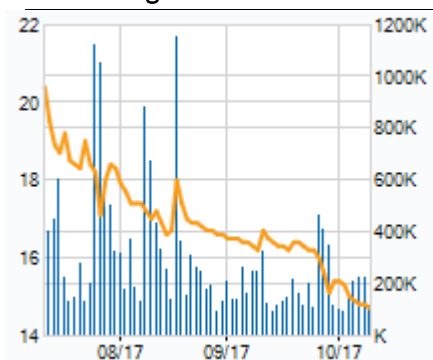
Dữ liệu thị trường

Số lượng CP lưu hành	237,000,000
Vốn hóa (tỷ đ)	3,792
KLGD TB	449,655

Cơ cấu cổ đông

Bộ Y tế	65%
CTCP Tập đoàn đầu tư Việt Phương	17%
CTCP SAM Holdings	4.98%

Diễn biến giá



Nguyễn Thị Kiều Hạnh

Email: hanhntk@bsc.com.vn

Tổng quan về công ty:

Tổng công ty Dược Việt Nam là doanh nghiệp nhà nước hoạt động trong sản xuất và phân phối thuốc, thực phẩm chức năng, vật tư y tế; đầu tư tài chính vào các công ty trong ngành; tự hào là một trong 3 đơn vị cung cấp dịch vụ kiểm nghiệm tương đương sinh học cho dược phẩm.

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu DVN với giá mục tiêu cho năm 2018 là 17.331 đồng (upside 8,3% so với giá đóng cửa ngày 23/10/2017) dựa trên tiềm năng từ hệ thống phân phối được phẩm bài bản và danh mục đầu tư tài chính hiệu quả.

Điểm nhấn đầu tư

- Hoạt động đầu tư vào các công ty liên kết, đầu tư tài chính dài hạn khác mang lại hiệu quả kinh doanh tích cực.
- Tổng công ty và các đơn vị thành viên sở hữu những lợi thế trong nhập khẩu, phân phối các sản phẩm dược và trang thiết bị y tế.
- Tiềm năng đến từ dịch vụ kiểm nghiệm tương đương sinh học (Bioequivalence- BE).

Rủi ro đầu tư

- Rủi ro nguồn cung
- Rủi ro đầu tư

Kết quả kinh doanh

Đơn vị: tỷ đồng	2015 A	2016 A	2017 F	2018 F	2019 F
Doanh thu thuần	7,281	6,036	6,428	6,878	7,360
Lợi nhuận gộp	675	549	604	647	692
EBIT	126	104	125	137	145
LNST	347	642	185	219	214
Tổng tài sản	6,785	6,308	6,414	6,834	7,190
Vốn CSH	3,518	2,264	2,456	2,684	2,907
Biên LNG	9.27%	9.10%	9.40%	9.40%	9.40%
ROA	5.11%	9.80%	2.90%	3.30%	3.06%
ROE	9.85%	22.19%	7.82%	8.51%	7.67%

(Nguồn: BSC Research)

Tổng quan doanh nghiệp

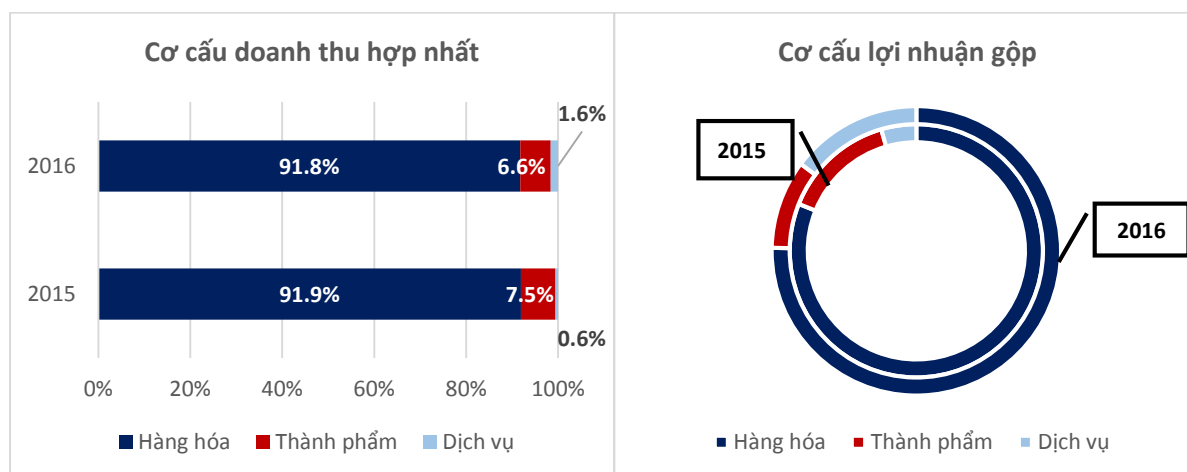
Thông tin chung

Tổng Công ty Dược Việt Nam tiền thân là Liên hiệp các Xí nghiệp Dược Việt Nam có nhiệm vụ cơ bản là (1) đầu tư tài chính, (2) trực tiếp sản xuất kinh doanh và (3) thực hiện những nhiệm vụ được Nhà nước giao phó liên quan đến phát triển công nghiệp dược, hệ thống phân phối thuốc, xuất nhập khẩu, quan hệ quốc tế...

Tổng công ty được tiến hành cổ phần hóa tháng 06/2016, chính thức chuyển đổi từ mô hình CT TNHH MTV thuộc sở hữu Nhà nước 100% sang mô hình CTCP ngày 08/12/2016. Ngày 19/05/2017, cổ phiếu của Tổng công ty được niêm yết trên UPCOM với mã chứng khoán DVN.

Hoạt động sản xuất- kinh doanh

Hoạt động sản xuất kinh doanh của Tổng Công ty Dược Việt Nam bao gồm 3 hoạt động chính: (1) Kinh doanh hàng hóa trong lĩnh vực dược phẩm; (2) Bán thành phẩm và (3) Cung cấp dịch vụ.



(Nguồn: BCTC, BSC research)

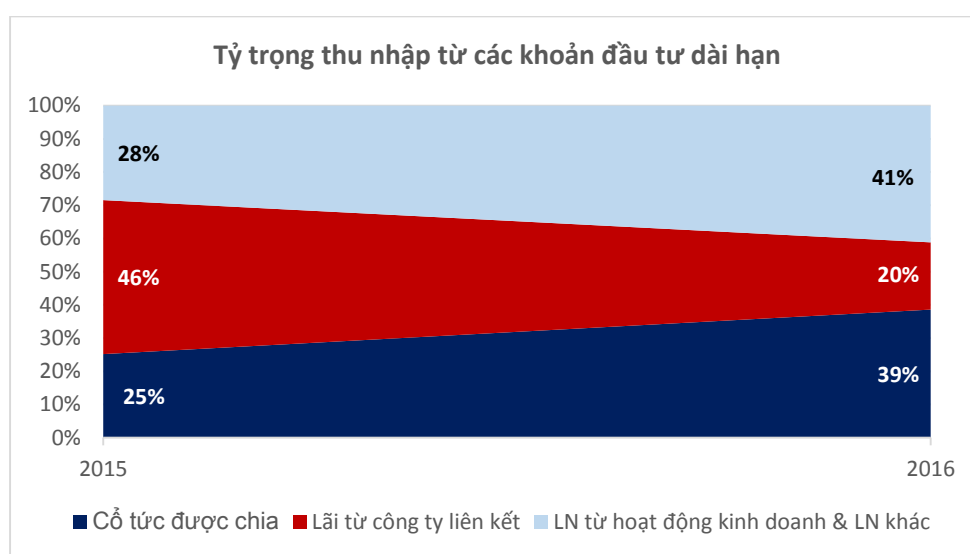
Kinh doanh dược phẩm, thực phẩm chức năng và trang thiết bị y tế là hoạt động đóng góp chủ yếu vào doanh thu của DVN (trên 90%) và luôn duy trì một tỷ trọng ổn định. Hoạt động kinh doanh dược phẩm tại công ty mẹ được đặc biệt chú trọng đẩy mạnh kể từ năm 2013 song quy mô vẫn còn hạn chế, với doanh thu năm 2016 (chưa loại trừ các giao dịch nội bộ) chỉ khoảng 161,7 tỷ đồng. Trên thực tế, hoạt động này được diễn ra chủ yếu tại các công ty con của DVN là CTCP Dược phẩm Codupha, CTCP Dược phẩm Trung ương CPC1 và CTCP Dược Trung ương 3 (TW3). Tỷ lệ đóng góp của các công ty con trong doanh thu của DVN năm 2016 lần lượt là 53%, 37% và 5%.

Đóng góp lớn thứ 2 cho doanh thu hợp nhất của DVN đến từ hoạt động bán thành phẩm. Tuy nhiên, sản phẩm của Tổng công ty hiện nay vẫn còn khá đơn điệu, chỉ tập trung vào một số dòng thuốc phổ thông không có được lợi thế tiêu thụ (doanh thu bán thành phẩm 2016 giảm 6% YoY).

Mảng hoạt động dịch vụ của Tổng công ty mặc dù chỉ mang lại 1-2% doanh thu nhưng lại là mảng có tiềm năng tăng trưởng rõ rệt. Bên cạnh hoạt động phân phối, Tổng công

ty và các công ty thành viên còn cung cấp dịch vụ nhập khẩu, thông quan, lưu trữ,...tận dụng hệ thống kho đạt chuẩn GSP (Good Storage Practices) và phương tiện giao nhận theo chuẩn GDP (Good Distribution Practices). Đặc biệt, công ty mẹ DVN còn là một trong ba đơn vị duy nhất cung cấp dịch vụ thử tương đương sinh học (BE) tại Việt Nam-một thị trường đầy tiềm năng khi năng lực hiện tại mới chỉ đáp ứng được 1/3 nhu cầu của các doanh nghiệp.

Bên cạnh hoạt động kinh doanh trực tiếp, công ty còn tiến hành đầu tư góp vốn vào các công ty tiềm năng trong ngành, hàng năm thu về khoản cổ tức đáng kể. Danh mục các khoản đầu tư dài hạn của DVN bao gồm nhiều công ty dược phẩm lớn, sản phẩm chất lượng và tăng trưởng tốt như Sanofi, Imexpharm (IMP), Danapha, Dược phẩm TW 3 (DP3), Vimedimex,...Năm 2016, các khoản đầu tư tài chính này đã mang lại cho Tổng công ty lần lượt 262,7 tỷ cổ tức và 137,5 tỷ lợi nhuận từ công ty liên kết.



(Nguồn: BCTC, BSC research)

Điểm nhấn đầu tư

Điểm nhấn 1: Hoạt động đầu tư vào các công ty liên kết, đầu tư tài chính dài hạn khác mang lại hiệu quả kinh doanh tích cực.

Trong số 8 khoản đầu tư vào công ty liên doanh liên kết của DVN (tính đến 30/06/2017) thì Sanofi là doanh nghiệp mang lại khoản lợi nhuận lớn nhất. Với tỷ lệ sở hữu là 30%, hàng năm Sanofi Synthelabo mang lại cho DVN khoản cổ tức rất lớn. Năm 2016, khoản cổ tức từ Sanofi có sự đột biến lên tới 209,35 tỷ đồng- tương đương với 78% tiền cổ tức mà công ty mẹ DVN nhận được trong năm. Sanofi Việt Nam là công ty con của Tập đoàn dược phẩm Sanofi- tập đoàn dược lớn thứ 6 thế giới (2017) và dẫn đầu trên thị trường dược Việt Nam ở danh mục thuốc kê đơn, vắc-xin với thương hiệu uy tín, công nghệ sản xuất hiện đại, hệ thống nhà máy đạt chuẩn GMP và mạng lưới hợp tác quốc tế sâu rộng. Lãi ròng hàng năm của công ty ước tính hàng có thể lên tới hàng trăm tỷ đồng.

Khoản đầu tư đóng góp lớn thứ 2 cho kết quả kinh doanh của DVN là Imexpharm (IMP) với 17,5% lợi nhuận đến từ các công ty liên kết. IMP là doanh nghiệp dược nội địa định hướng sản xuất các sản phẩm chất lượng cao, với biên gộp luôn ở mức trên dưới 40%. Sở hữu 03 dây chuyền sản xuất dược phẩm được chứng nhận đạt chuẩn EU-GMP, IMP hiện đang là một trong số 05 doanh nghiệp đạt được chứng nhận này, có lợi thế cạnh tranh cao hơn trong đấu thầu thuốc vào các cơ sở y tế. Bên cạnh đó, công ty còn đang tiến hành đầu tư thêm hai dây chuyền sản xuất kháng sinh công nghệ cao và thuốc đặc trị theo chuẩn EU-GMP, dự kiến sẽ hoàn thành năm 2019, được dự báo sẽ trở thành động lực cho tăng trưởng trong giai đoạn tương lai. Luật Dược số 105/2016/QH13 có hiệu lực từ 1/1/2017 quy định không chào thầu thuốc nhập khẩu nếu thuốc sản xuất trong nước đáp ứng nhu cầu về điều trị, giá thuốc và khả năng cung cấp, như vậy xu hướng rõ ràng trong thời gian tới đây trong các cơ sở y tế sẽ là dịch chuyển từ thuốc ngoại sang thuốc nội. Điều này sẽ là thuận lợi lớn cho các doanh nghiệp có dây chuyền sản xuất đạt chứng nhận EU-GMP vì các thuốc sản xuất trên dây chuyền này sẽ được xếp vào nhóm 1 và nhóm 2 trong đấu thầu thuốc vốn trước đây được xem là thị trường của thuốc nhập ngoại. Việc chuyển dịch lên đấu thầu ở những nhóm thuốc phía trên sẽ giúp cho IMP giảm bớt được áp lực cạnh tranh và cải thiện biên lợi nhuận. Trong 1H2017, biên lợi nhuận gộp của IMP được cải thiện đáng kể, đạt 42,7% so với con số 38,6% trong 1H2016 và 40,1% tính chung cho 2016. Kế hoạch kinh doanh IMP đặt ra cho năm 2017 là 1.260 tỷ doanh thu (+23,4% YoY) và 160 tỷ lợi nhuận trước thuế (+13,9% YoY). Với kết quả khả quan trong 2 quý đầu năm (lợi nhuận trước thuế tăng trưởng lần lượt 22% và 75% YoY, hoàn thành 46% kế hoạch) thì IMP hoàn toàn có khả năng hoàn thành và thậm chí vượt kế hoạch lợi nhuận đã đề ra.

Một doanh nghiệp khác cũng có đóng góp 13,6% là Dược phẩm Danapha. Đây là một doanh nghiệp lớn chưa niêm yết, sở hữu hệ thống 4 dây chuyền đạt chuẩn GMP-WHO trong đó có nhà máy đông dược đầu tiên của Việt Nam đạt chuẩn. Đến cuối năm 2017, giai đoạn 1 của nhà máy dược công nghệ cao đạt chuẩn PIC/S do Danapha đầu tư dự kiến sẽ đi vào vận hành, đóng góp doanh thu cho công ty từ 2018. Bên cạnh hoạt động sản xuất, Danapha cũng là một doanh nghiệp rất chú trọng cho khâu nghiên cứu phát triển sản phẩm khi đã rót 1.500 tỷ đầu tư bài bản Trung tâm nghiên cứu phát triển công nghệ cao đi kèm với Nhà máy sản xuất dược phẩm công nghệ Nano tại Khu công nghệ cao Đà Nẵng. Với biên gộp 2016 là trên 45%, Danapha hiện có hiệu quả sản xuất tương đương với các doanh nghiệp lớn trong ngành như Dược Hậu Giang hay Traphaco.

Với các khoản đầu tư dài hạn khác, công ty cũng lựa chọn những doanh nghiệp có tăng trưởng khá; tỷ lệ chi trả cổ tức cao như Dược OPC (tăng trưởng 2016 đạt 19,5% YoY, cổ tức 20%), VMD (tăng trưởng 2016 đạt 10,6% YoY, cổ tức 2014-2015: 20%); VDP (cổ tức 2016 20%)... giúp cho doanh thu tài chính và lợi nhuận được chia luôn cao và ổn định.

	Các khoản đầu tư	Kế hoạch 2017	Tỷ lệ sở hữu 30/06/2017	Tỷ lệ cổ tức 2016	Lợi nhuận đóng góp cho DVN (tỷ đồng) (*)		Tỷ trọng đóng góp lợi nhuận		Tăng trưởng LNST 1H2017
					2015	2016	2015	2016	
Công ty liên kết	Sanofi		30%		99.6	87.8	57.30%	63.80 %	NA
	IMP	DT 1260 (+23,4%); 160 (+14% YoY)	22,87%	20%	21.9	24	12.60%	17.50 %	47%
	Danapha	DT 660(+35%); LNNT: 102,3 (+36% YoY)	29,86%	20%	13.1	18.7	7.60%	13.60 %	NA
	Danapha-Nanosome		25%	0%	0	0.2	0.00%	0.20%	NA
	DP TW 3 (DP3)		24,82%	6%	4.2	5.6	2.40%	4.10%	22%
	CTCP XNK Y tế Việt Nam Vimedimex	6-6.5 (+0% YoY), cổ tức 18-20%	42,38%	18%	0.6	2.3	0.30%	1.70%	NA
	DP TW 25 (UPH)	DT 180 (+4,2%); LNNT 6(+55%)	28,43%	2%	-	0.9	0.00%	0.70%	95%
	DP TW 1 (Pharbaco) (**)		14,25%	0%	-	0.1	0.00%	0.00%	
	CT TNHH Y tế Alfresa Codupha		19,91%	0%	-	-	-	-	NA
	DP TW 2 (**)	DT :150; LNNT: 0	6,78%	0%	0	-2	0.00%	- 1.50%	NA
	Bao bì dược (**)	DT: 142 (+8,2%); LNNT: 14,2 (+6,2%); cổ tức 15%	15%	18%	2.5	-	1.50%	0.00%	NA
	Mekophar (**)	DT 1300 (+31%); LNNT 110 (-28% YoY), cổ tức 18%	18,17%	30%	23.5	-	13.50%	0.00%	NA
	Vidipha (**)	DT: 467 (+5,4%); LNNT 48 (-17,4%); cổ tức 20-22%	14,29%	10%	8.5	-	4.90%	0.00%	NA
Đầu tư dài hạn khác	Mekophar	DT 1300 (+31%); LNNT 110 (-28% YoY), cổ tức 18%	18,17%	30%		10.58		3.94%	NA
	OPC		14,08%	20%		7.125		2.65%	19.80%
	Pharbaco		14,25%	0%		0		0.00%	NA
	VMD	DT: 13122 (+1%); LNNT: 44.1 (+2,3%)	10,23%	20%		3.159		1.18%	NA

Các khoản đầu tư	Kế hoạch 2017	Tỷ lệ sở hữu 30/06/2017	Tỷ lệ cổ tức 2016	Lợi nhuận đóng góp cho DVN (tỷ đồng) (*)	Tỷ trọng đóng góp lợi nhuận	Tăng trưởng LNST
		2015	2016	2015	2016	1H2017
Vidipha	DT: 467 (+5,4%); LNST 48 (-17,4%); cổ tức 20-22%	14,29%	10%	1.826	0.68%	-2.20%
Phytopharma	DT: 8000 (+11%); LNNT: 55 (+37%); cổ tức 15%	16,84%	20%	3.36	1.25%	NA
Bao bì dược	DT: 142 (+8,2%); LNNT: 14,2 (+6,2%); cổ tức 15%	0.15	18%	0.81	0.30%	NA
Mediplantex	DT: 751,5 (-23%); LNNT 25,4 (+12%); cổ tức 22-25%	11,37%	15%	1.07	0.40%	NA
DP TW 2		6,78%	0%	0	0.00%	NA
Y dược phẩm Việt Nam		10,52%	0%	0	0.00%	-2.20%
Các đơn vị khác (Dược Medipharco; CTCP Hóa dược Việt Nam; CTCP Dược phẩm Yên Bái)						
(*) Lợi nhuận tương ứng là lãi, lỗ trong công ty liên kết với công ty liên kết và cổ tức được chia đối với các khoản đầu tư dài hạn khác.						
(**) Tại 30/6/2017, phân loại lại từ công ty liên kết thành các khoản đầu tư dài hạn khác do tỷ lệ sở hữu giảm xuống dưới 20%.						

(Nguồn: BCTC, BSC research)

Điểm nhấn 2: Tổng công ty và các đơn vị thành viên sở hữu những lợi thế trong nhập khẩu, phân phối các sản phẩm dược và trang thiết bị y tế.

Hệ thống phân phối dược phẩm của Tổng công ty và các công ty con được xây dựng một cách chuyên nghiệp và bài bản với hệ thống kho bảo quản thuốc đạt chuẩn GSP (Good Storage Practices) và các chi nhánh phát triển mạnh mẽ từ Bắc tới Nam, độ bao phủ tới các nhà thuốc, cơ sở y tế và công ty dược trên toàn quốc. Bên cạnh đó, các công ty cũng xây dựng được hệ thống phương tiện giao nhận đạt chuẩn GDP (Good Distribution Practices) đáp ứng hầu hết các nhu cầu phân phối, kết hợp sử dụng các loại hình vận chuyển dịch vụ nhằm đảm bảo tính tối ưu trong phân phối. Hai công ty con của Tổng công ty là CPC1 và Codupha là hai đơn vị phân phối dược phẩm quy mô lớn, độ phủ rộng và có thị phần tương đối lớn trong số các đơn vị phân phối dược phẩm.

Công ty con	Hệ thống kho	Hệ thống phân phối	Độ phủ
Codupha	Hệ thống kho tổng diện tích 24.000 m2. Đặc biệt kho thuốc 18.000 m2 tại TP Hồ Chí Minh.	Trụ sở chính và 6 chi nhánh trên toàn quốc, tiếp cận cả những vùng điều kiện khó khăn. Trung tâm phân phối dược phẩm tại Tô Hiến Thành (TP HCM)	59/63 tỉnh thành Phân phối thuốc cho hầu hết bệnh viện trên toàn quốc
CPC1	4 kho tiêu chuẩn GSP, diện tích 8.570 m2	2 cơ sở bán buôn tại Trung tâm Phân phối dược phẩm Ngọc Khánh và Hapulico Hà Nội 6 chi nhánh trải dài từ Bắc vào Nam.	

(Nguồn: Bản thông tin tóm tắt, BSC research)

Sau cổ phần hóa, Tổng công ty đang triển khai đổi mới mô hình phân phối trên cơ sở hệ thống của 3 công ty con theo mô hình Tổng công ty sẽ đóng vai trò điều phối và cung cấp vốn, xây dựng 5 Trung tâm phân phối tại Hà Nội, Đà Nẵng, Tây Nguyên, TP. Hồ Chí Minh và Cần Thơ, bao phủ rộng khắp 63 tỉnh thành.

Điểm nhấn 3: Tiềm năng đến từ dịch vụ kiểm nghiệm tương đương sinh học (BE).

Thông tư 08/2010/TT-BYT hiện đang quy định có 12 hoạt chất và các thuốc có dạng bào chế đặc biệt phải tiến hành kiểm nghiệm tương đương sinh học trước khi đưa vào lưu hành. Tuy nhiên, theo Quy chế hòa hợp với các nước ASEAN, số hợp chất phải tiến hành kiểm nghiệm tương đương sinh học đến năm 2020 sẽ được nâng lên 30 hợp chất (gấp 2,5 lần con số hiện tại) sẽ khiến cho nhu cầu đối với dịch vụ này gia tăng nhanh chóng.

Hiện nay tại Việt Nam mới chỉ có 3 đơn vị đủ điều kiện cung cấp dịch vụ này, bao gồm: Trung tâm đánh giá Tương đương sinh học trực thuộc Viện Kiểm nghiệm thuốc Trung Ương (40 nghiên cứu/năm); Trung tâm đánh giá Tương đương sinh học trực thuộc Viện Kiểm nghiệm thuốc TP Hồ Chí Minh (40 nghiên cứu/năm) và Trung tâm Nghiên cứu và Phát triển KHCN Dược của Tổng công ty (20-25 nghiên cứu/năm). Như vậy, tổng năng lực kiểm nghiệm mới chỉ dừng lại ở 80-100 nghiên cứu, bằng 1/3 nhu cầu của các doanh nghiệp dược nội địa. Với rào cản gia nhập ngành lớn (nhu cầu về cơ sở vật chất, nhân lực, khó khăn trong lựa chọn thuốc đối chứng) thì khả năng xuất hiện các đơn vị mới cung cấp dịch vụ này là không nhiều, năng lực kiểm nghiệm trong tương lai phụ thuộc chủ yếu vào khả năng mở rộng của 3 đơn vị hiện tại.

Định hướng tập trung phát triển dịch vụ kiểm nghiệm tại Tổng Công ty, DVN đã lên kế hoạch đầu tư gần 100 tỷ đồng cho mở rộng cơ sở vật chất, trang bị thêm hệ thống

thiết bị và cải tiến kỹ thuật phân tích với mục tiêu nâng năng lực thực hiện nghiên cứu lên 40 nghiên cứu/ năm vào năm 2018 và 60 nghiên cứu/năm vào năm 2020.

Tình hình sản xuất kinh doanh

Cơ cấu tài sản/ nguồn vốn

Cơ cấu tài sản của DVN mang đặc trưng của doanh nghiệp thương mại khi chủ yếu là tài sản ngắn hạn (chiếm trên 70%), trong đó khoản phải thu khách hàng chiếm tỷ trọng lớn nhất (34-36% tổng tài sản), tiếp đến là hàng tồn kho (20-23% tổng tài sản). Tài sản dài hạn của DVN chỉ chiếm chưa đến 30% tổng tài sản và chủ yếu tồn tại dưới dạng các khoản đầu tư tài chính vào công ty liên doanh, liên kết và các khoản đầu tư tài chính khác vào các công ty dược thành viên. Các khoản đầu tư này gia tăng đáng kể trong 1H2017, cần lưu ý, tỷ lệ sở hữu của công ty tại Pharbaco và Dược phẩm TW2 đã giảm xuống dưới 20% do các công ty này phát hành tăng vốn, khiến cho hai khoản đầu tư trên được phân loại lại vào đầu tư tài chính khác.

Cơ cấu vốn của DVN có tỷ trọng 60% là nợ phải trả, trong đó, các khoản nợ và vay ngắn hạn chiếm tới gần 99% tổng nợ phải trả. Các khoản này chủ yếu dưới dạng các khoản phải trả và vay ngắn hạn (chiếm lần lượt 39% và 30%). Các khoản vay của công ty không có biến động nhiều trong kỳ. Vốn chủ sở hữu của công ty giảm đáng kể sau giai đoạn cổ phần hóa, tương ứng với quỹ hỗ trợ và sắp xếp doanh nghiệp phải nộp lại cho nhà nước, khiến cho tổng nguồn vốn có sự chênh lệch trước và sau cổ phần hóa.

Tài chính doanh nghiệp

Tốc độ tăng trưởng

Hoạt động kinh doanh cốt lõi

Trong năm 2016, doanh thu thuần hợp nhất từ kinh doanh hàng hóa của Tổng công ty giảm mạnh 17% YoY, tuy nhiên cần lưu ý doanh thu này là được tính cho khoảng thời gian xấp xỉ 11 tháng (từ 1/1/2016-7/12/2016) nên chưa thể hiện được đầy đủ tình hình kinh doanh của công ty trong vòng 1 năm. Trong năm, giá dược phẩm biến động không thuận lợi nên khiến cho biên gộp của công ty bị thu hẹp từ 9,3% xuống còn 9,1%. Tuy nhiên, nhờ tiết giảm được chi phí bán hàng và quản lý nên biên EBIT của công ty vẫn được duy trì ở mức tương đương với 2015 là 1,7%.

Doanh thu thuần hợp nhất của DVN trong giai đoạn 8/12/2016 đến 30/6/2017 đạt 3,371 tỷ đồng (+8,1% so với nửa đầu năm 2016); chủ yếu nhờ doanh thu hợp nhất từ các công ty con trong khi tại công ty mẹ, doanh thu giảm mạnh (-56.5% YoY). Nhờ biên gộp được cải thiện nên lợi nhuận gộp có tốc độ tăng nhanh hơn (+19% YoY), cùng với chi phí quản lý doanh nghiệp được tiết giảm đã giúp cho EBIT tăng trưởng mạnh 61% YoY.

Hoạt động đầu tư tài chính

Trong năm 2016, tỷ lệ sở hữu của công ty tại 3 công ty liên kết là Mekophar, Bao bì dược và Dược Vidipha giảm xuống đã khiến cho khoản lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết trong năm giảm 21% YoY. Tuy nhiên, phần sụt giảm đó lại được bù đắp bởi

khoản **cổ tức** được chia lên tới 262,7 tỷ đồng (+ 77,7% YoY, chủ yếu đến từ Sanofi) đã giúp cho **lãi trước thuế tăng gần gấp đôi** so với thực hiện 2015, đạt 680 tỷ đồng.

Nửa đầu năm 2017, lợi nhuận công ty thu được từ các công ty liên kết này đạt 94 tỷ (+28% YoY), đóng góp hơn ½ vào lợi nhuận kế toán trước thuế của công ty. Lợi nhuận ròng đạt 132,9 tỷ đồng (+7% YoY).

Khả năng thanh toán

Nhờ có khoản tiền và tương đương tiền dồi dào, lên tới gần 1.000 tỷ đồng mà các hệ số thanh toán DVN đều ở mức an toàn. 1H2017, khả năng thanh toán ngắn hạn của DVN giảm nhẹ so với cùng kỳ chủ yếu do tương đương tiền giảm nhưng chỉ tiêu thanh toán ngắn hạn vẫn duy trì trên ở mức 1,16 lần.

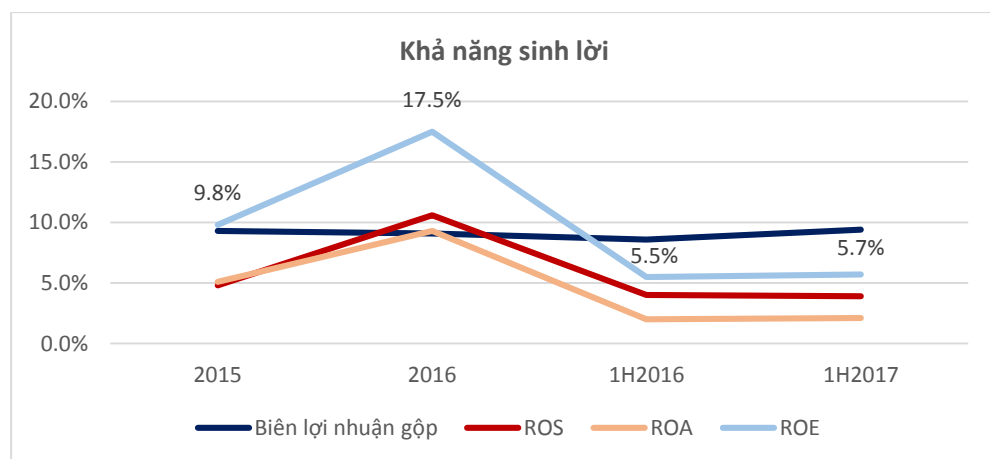
Khả năng thanh toán lãi vay của công ty tương đối tốt và có xu hướng tăng. Trong 1H2017, hệ số này đạt 3,33 lần cao hơn so với mức 1,6 lần của năm 2016 và 2,63 lần trong 1H2016.

Hiệu quả hoạt động

Trong năm 2016, tình hình bán hàng không được khả quan như năm trước, thể hiện ở tốc độ luân chuyển hàng tồn kho của công ty giảm từ 4,8 vòng xuống còn 4,3 vòng, số ngày khoản phải thu cũng tăng mạnh từ 91 ngày lên 117 ngày. Tuy nhiên sang 6T2017, số vòng quay hàng tồn kho vẫn giảm nhẹ so với cùng kỳ nhưng khoản phải thu đã luân chuyển tốt hơn, hiệu suất sử dụng tài sản do đó cũng được cải thiện.

Khả năng sinh lời

Mặc dù hoạt động kinh doanh hàng hóa và dịch vụ trong năm 2016 chứng kiến sự sụt giảm nhưng nhờ các khoản đầu tư tài chính trong năm, lợi nhuận DVN vẫn tăng trưởng mạnh, góp phần cải thiện các chỉ tiêu sinh lời.



(Nguồn: BCTC, BSC research)

Rủi ro đầu tư

Rủi ro nguồn cung

Là một Tổng công ty hoạt động chính trong lĩnh vực nhập khẩu, phân phối dược phẩm nên nguồn cung về các sản phẩm dược là một yếu tố quan trọng đảm bảo cho hoạt động kinh doanh của DVN. Chất lượng và tính ổn định của nguồn cung sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng đáp ứng đơn hàng và doanh thu của công ty. Tuy nhiên, với vị thế một Tổng công ty nhà nước thực hiện đầu tư tài chính tại nhiều DN dược, DVN cũng như các công ty thành viên có mối quan hệ hợp tác sâu rộng với các công ty dược phẩm lớn và uy tín trong nước và thế giới, giúp hạn chế phần nào rủi ro ảnh hưởng tới nguồn cung.

Rủi ro đầu tư

Công ty hiện đang thực hiện đầu tư tài chính dài hạn vào 8 công ty liên kết và trên 11 công ty khác với tổng số vốn đầu tư lên tới gần 20% tổng tài sản. Với một danh mục đầu tư đa dạng như vậy, lợi nhuận của công ty sẽ chịu những tác động đáng kể từ biến động trong hoạt động của các công ty nhận đầu tư. Thêm nữa, theo kế hoạch trong giai đoạn sau cổ phần hóa, DVN sẽ tiến hành đầu tư mạnh vào hệ thống phân phối và dịch vụ kiểm nghiệm tương đương sinh học với tổng vốn đầu tư lên đến hơn 800 tỷ đồng; cải tạo, nâng cao hiệu quả sử dụng của những khu đất đang sở hữu như ở 95 Láng Hạ (Đống Đa, Hà Nội), 178 Điện Biên Phủ (Quận 3, TP. Hồ Chí Minh). Với giá trị các khoản đầu tư lớn, công ty có thể sẽ gặp phải những rủi ro liên quan tới huy động vốn, tiến độ cũng như hiệu quả đầu tư, ảnh hưởng tới lợi nhuận của công ty.

Ước tính KQKD và định giá

Ước tính kết quả kinh doanh

Năm 2017, chúng tôi ước tính doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ của DVN sẽ đạt **tăng trưởng 6.5% YoY**, chiết khấu 25% so với tốc độ tăng trưởng ghi nhận trong 1H2017 (do kỳ bán niên đầu tiên sau cổ phần hóa bắt đầu từ 8/12/2016), và tương đương với tăng trưởng nhập khẩu thuốc trong 9 tháng đầu năm. Tốc độ tăng trưởng này của DVN là hoàn toàn khả thi khi nhu cầu đối với sản phẩm dược của Việt Nam ngày càng gia tăng (năm 2017, BMI dự báo tăng trưởng doanh thu dược phẩm là 10,21% YoY), và Tổng công ty là doanh nghiệp có hệ thống phân phối sâu rộng, đáp ứng được nhu cầu ở cả kênh ETC và OTC. Những năm tiếp theo, tăng trưởng doanh thu dược dự báo ở mức 7% YoY (chiết khấu 30% so với dự báo tăng trưởng của BMI đưa ra đối với toàn thị trường dược phẩm trên cơ sở thận trọng) nhờ vào tốc độ tăng trưởng tiếp tục được duy trì ở mảng kinh doanh hàng hóa và doanh thu đến từ cung cấp dịch vụ (nhập khẩu, phân phối, kiểm nghiệm tương đương sinh học) tăng lên.

Biên lợi nhuận gộp được giả định sẽ cải thiện đáng kể trong năm 2017, đạt 9,4% nhờ tỷ trọng doanh thu cung cấp dịch vụ (có biên gộp lên tới 80-90%) tăng lên. Những năm tiếp theo, biên gộp được giả định duy trì được mức 9,4% trong năm 2017.

Đối với các khoản đầu tư tài chính, dựa trên giả định tăng trưởng lợi nhuận sau thuế của các công ty liên kết trong năm 2017 tương đương với nửa đầu năm: IMP +40% YoY; DP3 +15% YoY; UPH +50% YoY, Sanofi +10% YoY (tương đương với dự báo của

BMI), Xuất nhập khẩu Y tế Vimedimex +6% YoY (tương đương tăng trưởng nhập khẩu dược phẩm 9T2017), các công ty còn lại giả định tăng trưởng không đáng kể, lãi/lỗ từ liên doanh liên kết được dự báo cho năm 2017 là 158 tỷ đồng (+15% YoY).

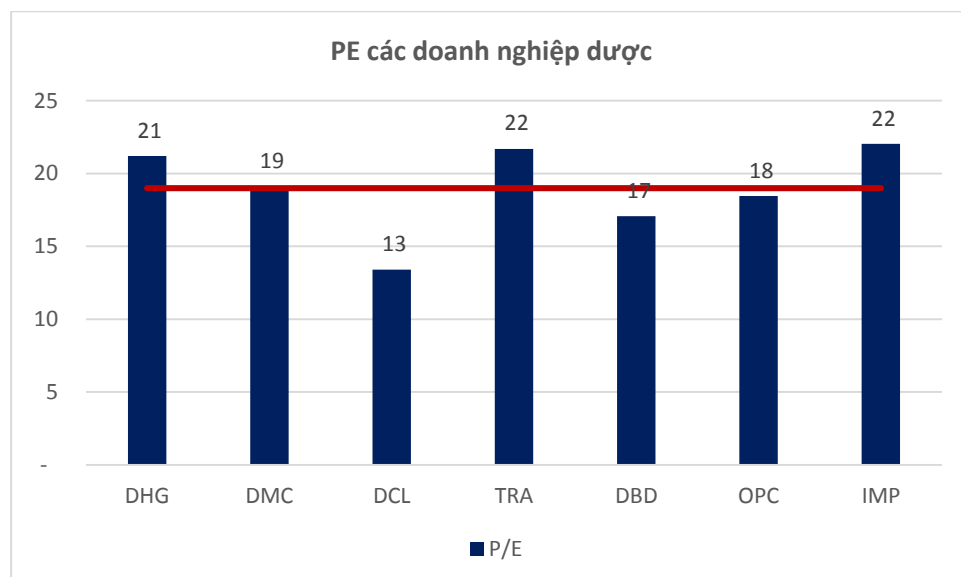
Trong năm 2017, doanh thu tài chính của công ty được dự báo sẽ giảm mạnh so với 2016 bởi các ảnh hưởng sau: (1) Tiền và tương đương tiền giảm khoảng 700 tỷ đồng do công ty phải nộp lại Quỹ hỗ trợ và sắp xếp doanh nghiệp khiến cho lãi từ tiền gửi giảm; (2) Các khoản cổ tức cho năm giai đoạn trước cổ phần hóa (8/12/2016) nhận được từ các khoản đầu tư tài chính đã được tính vào giá trị doanh nghiệp khi cổ phần hóa nhận được trong năm sẽ được hạch toán giảm giá trị khoản đầu tư thay vì ghi tăng doanh thu tài chính..

Với các giả định trên, doanh thu và lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông công ty mẹ được ước tính cho năm 2017 lần lượt là 6.429 tỷ (+6,5% YoY) và 184,6 tỷ (- 71% YoY), tương đương với EPS 2017 = 770đồng/ CP.

Định giá

Với mức giá hiện tại, DVN hiện đang được giao dịch tại P/E forward lần lượt là 21x và 17.5x so với EPS forward 2017 và 2018, tương đương với mức P/E trung bình của các doanh nghiệp dược phẩm niêm yết có quy mô trên 1.000 tỷ. Với vị thế là doanh nghiệp nhà nước đi đầu trong lĩnh vực phân phối dược, có nhiều lợi thế về hệ thống bán hàng và mạng lưới các công ty liên kết nhưng chưa tận dụng hiệu quả, chúng tôi đánh giá mức P/E=19x là hợp lý đối với cổ phiếu DVN.

Sử dụng phương pháp so sánh PE, Với EPS dự phóng của DVN cho năm 2018 là 912 đồng/CP, chúng tôi xác định mức giá hợp lý cho cổ phiếu DVN trong vòng 1 năm tới là 17.331 đồng (upside 8,3% so với mức giá đóng cửa ngày 23/10/2017).



(Nguồn: Bloomberg, BSC research)

Phụ lục

Phụ lục 01: Báo cáo kết quả kinh doanh

<i>Đơn vị: tỷ đồng</i>	2016 A	2017 F	2018 F	2019 F	2020 F	2021 F
Doanh thu thuần	6,036	6,428	6,878	7,360	7,875	8,426
Giá vốn hàng bán	5,487	5,824	6,232	6,668	7,135	7,634
Lợi nhuận gộp	549	604	647	692	740	792
Chi phí bán hàng	329	335	367	388	417	445
Chi phí quản lý doanh nghiệp	116	145	143	160	167	181
LN từ hoạt động kinh doanh	104	125	137	145	155	166
Doanh thu tài chính	345	37	67	64	62	61
Chi phí tài chính	102	116	122	128	132	135
Lãi/(lỗ) từ liên doanh, liên kết	137	158	161	165	168	172
Lợi nhuận khác	(196)	-	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	680	204	242	246	254	265
Thuế TNDN	19	14	17	25	25	26
Lợi nhuận sau thuế	662	190	225	221	229	238
EPS cơ bản (đồng)	NA	770	912	894	924	963

Phụ lục 02: Bảng cân đối kế toán

<i>Đơn vị: tỷ đồng</i>	2016 A	2017 F	2018 F	2019 F	2020 F	2021 F
Tài sản ngắn hạn	4,670	4,495	4,692	4,803	5,020	5,269
Tiền và tương đương tiền	1,236	1,247	1,216	1,083	1,038	1,007
Các khoản phải thu	2,103	1,917	2,051	2,195	2,349	2,513
Hàng tồn kho	1,295	1,291	1,382	1,478	1,582	1,693
Tài sản ngắn hạn khác	36	39	43	47	52	56
Tài sản dài hạn	1,638	1,918	2,142	2,387	2,624	2,831
Phải thu dài hạn	0	0	0	0	0	0
Tài sản cố định	267	449	541	620	689	724
Xây dựng dở dang	89	29	-	-	-	-
Đầu tư vào công ty liên doanh, liên kết	1,213	1,371	1,532	1,697	1,866	2,038
Tài sản dài hạn khác	69	69	69	69	69	69
TỔNG TÀI SẢN	6,308	6,414	6,834	7,190	7,644	8,100
Nợ phải trả	4,044	3,958	4,150	4,283	4,507	4,723
Phải trả ngắn hạn	1,549	1,470	1,572	1,683	1,800	1,926
Vay ngắn hạn	1,199	1,197	1,258	1,259	1,354	1,374
Phải trả ngắn hạn khác	1,241	1,249	1,250	1,262	1,272	1,284
Vay và thuê tài chính dài hạn	53	38	63	72	69	125
Phải trả dài hạn khác	2	4	6	9	11	14
Vốn chủ sở hữu	2,264	2,456	2,684	2,907	3,137	3,377
TỔNG NGUỒN VỐN	6,308	6,414	6,834	7,190	7,644	8,100

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10&11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: BSCV<GO>

