

Khuyến nghị: Theo dõi

Phan Quốc Bửu
buupq@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	N/A
Giá đóng cửa	115,500
Upside	n/a

Nguyễn Tuấn Anh (PTKT)

anhnt@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	120
Giá cut loss	103

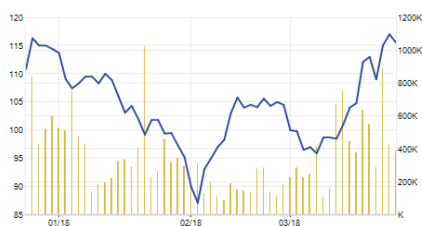
Dữ liệu thị trường

Số lượng cp (tr cp)	131
Vốn hóa (tỷ đồng)	15,101
Giá cao nhất 52 tuần	133,200
KLGDĐT10 phiên (ng cp)	435,668
Sở hữu nước ngoài	49.00%

Cổ đông lớn

STATE CAPITAL INVEST	43.31
TAISHO PHARMACEUTICAL	24.44
FRANKLIN RESOURCES	9.53
DAIWA SECURITIES GROUP	1.21
T ROWE PRICE GROUP	1.16

Diễn biến giá (1 năm)



Tổng quan công ty

DHG là doanh nghiệp niêm yết có quy mô lớn nhất về mặt vốn hóa và doanh thu. DHG hiện tại đang sở hữu hệ thống phân phối mạnh và được kỳ vọng sẽ hoàn thành nơi room trong năm 2018

Các báo cáo khác

[\(link\)](#)

Mở room bán vốn

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị Theo dõi với cổ phiếu DHG.

Catalyst

- (1) Khả năng hoàn thành nơi room trong năm 2018.
- (2) Thúc đẩy tăng trưởng doanh thu nhờ vào (a) hoàn thành quá trình di dời nhà máy, (b) Quá trình tái cấu trúc bộ máy và ban lãnh đạo cấp cao gần như hoàn tất và (c) Sự hỗ trợ của tập đoàn Taisho.

Rủi ro Đầu tư

- (1) Rủi ro về tiến độ nơi room tiếp tục bị chậm lại.
- (2) Rủi ro tốc độ giá nguyên vật liệu đầu vào tăng quá nhanh trong khi tốc độ tăng giá bán chậm hơn khiến biên lợi nhuận bị ảnh hưởng.

Cập nhật KQKD

(1) **Kết quả kinh doanh 2017 ghi nhận mức tăng trưởng âm ở LNST chủ yếu** do (1) Biên lợi nhuận gộp 2017 giảm từ mức 45.3% năm 2016 xuống còn 43.9%, (2) Tỷ lệ chi phí bán hàng & QLDN / DTT năm 2017 tăng lên mức 23% từ mức 22.4% năm 2016

(2) **Tập trung phát triển về chất của mảng hệ thống phân phối và đẩy mạnh phân khúc nhóm D (phân khúc thấp về quy mô và doanh thu)** cũng là một trong những ưu tiên của DHG trong năm 2018.

(3) **Kế hoạch kinh doanh 2018 kỳ vọng tăng trưởng LNTT đạt 768 tỷ đồng (+6.7% yoy)** nhờ vào (1) mảng hàng tự sản xuất và (2) Thúc đẩy tăng trưởng về chất trong mảng hệ thống phân phối thông qua việc tăng tỷ lệ khách hàng thân thiết/tổng khách hàng.

(4) **BSC dự báo kết quả kinh doanh 2018 DT và LNST lần lượt đạt mức 3,930 tỷ đồng (-3.3% yoy) và 709 tỷ đồng (+10% yoy)** dựa trên một số giả định sau (1) Mảng hàng tự sản xuất đạt mức tăng trưởng 13.1% dựa trên công suất tăng 12% và giá bán tăng 1%, (2) SG&A tăng từ mức 23% năm 2017 lên mức 24% năm 2018. EPS 2018F = 5,420 đồng/cp (sau khi trừ quỹ khen thưởng phúc lợi), P/E 2018F = 21.3x lần.

(5) **Tăng giá nguyên vật liệu đầu vào cũng có khả năng ít nhiều ảnh hưởng đến BLNG của DHG năm 2018**

(6) **Lộ trình thoái vốn nhà nước kỳ vọng sẽ sớm hoàn thành trong năm 2018.** Tiến độ chậm nhất sẽ hoàn thành là 1/7/2018, sau khi sát nhập xong DHG sẽ đủ điều kiện để thực hiện thủ tục nơi room.

Kết quả kinh doanh 2017 ghi nhận mức tăng trưởng âm ở LNST chủ yếu do (1) Biên lợi nhuận gộp 2017 giảm từ mức 45.3% năm 2016 xuống còn 43.9%, (2) Tỷ lệ chi phí bán hàng & QLDN / DTT năm 2017 tăng lên mức 23% từ mức 22.4% năm 2016. DTT 2017 ghi nhận đạt 4,062 tỷ đồng (+7.4% yoy) và LNST đạt 643.6 tỷ đồng (-6.1 %yoy), sau khi đã hạch toán thêm phần truy thu thuế còn thiếu năm 2016. Nguyên nhân chính khiến cho BLNG năm 2017 chủ yếu đến từ việc thay đổi trong cơ cấu doanh thu khi tỷ trọng hàng phân phối/DTT tăng từ mức 18.6% lên mức 23.4% và tỷ trọng hàng tự sản xuất giảm từ mức 80% xuống còn 75.1%, mặc dù BLNG của hai mảng này đều có sự cải thiện lần lượt lên mức 55.3% (hàng tự sản xuất) và 5.3% (hàng phân phối). Ngoài ra, thì DHG còn một số yếu tố chủ quan dẫn đến KQKD 2017 không đạt được kế hoạch như (1) quá trình di dời nhà máy và chuyển đổi mô hình kho trung tâm, (2) sản xuất không đủ nhu cầu bán hàng, công suất một số thiết bị bị quá tải.

Tập trung phát triển về chất của mảng hệ thống phân phối và đẩy mạnh phân khúc nhóm D cũng là một trong những ưu tiên của DHG trong năm 2018. Số lượng khách hàng giao dịch tính đến cuối năm 2017 là 23,680 KH (+10% yoy), trong đó khách hàng thuộc câu lạc bộ thân thiết là 11,396 KH (+11% yoy). Năm 2018, mục tiêu của DHG sẽ tập trung đẩy mạnh số lượng khách hàng cũ sang khách hàng thân thiết qua đó giúp tăng trưởng ổn định doanh thu hơn. Điều kiện để vào nhóm KH thân thiết của DHG là mỗi tháng bình quân mua hàng trên 5 triệu đồng. Hiện tại 80% doanh thu của DHG đến từ nhóm hàng A, B, C; các nhóm này đang chiếm khoảng 48.1% trong tổng khách hàng của DHG, phần còn lại là nhóm khách hàng D. Mục tiêu 2018 của DHG sẽ nhắm vào việc tập trung đẩy mạnh khai thác phân khúc thấp này, để mở rộng quy mô về doanh thu.

Lộ trình thoái vốn nhà nước kỳ vọng sẽ sớm hoàn thành trong năm 2018. Tại ĐHCĐTN sắp tới, DHG sẽ xin ý kiến cổ đông để sát nhập 2 công ty con là Công ty TNHH MTV In bao bì DHG 1 và công ty TNHH MTV Dược Phẩm. Đây là hai công ty chịu trách nhiệm hoạt động về mảng về bao bì và phân phối của DHG (sở hữu nhà máy Tân Phú Thạnh). Sau khi sát nhập, DHG sẽ tiến hành chấm dứt hoạt động 2 công ty trên và sát nhập vào công ty mẹ, BSC lưu ý DHG vẫn được duy trì thuế suất ưu đãi từ nhà máy Tân Phú Thạnh này. Tiến độ chậm nhất sẽ hoàn thành là 1/7/2018, sau khi sát nhập xong DHG sẽ đủ điều kiện để thực hiện thủ tục nới room. BSC kỳ vọng DHG sẽ hoàn tất quá trình mở room trong 6 tháng cuối năm 2018, và Taisho là bên có khả năng cao nhất với mục tiêu tăng tỷ trọng sở hữu để nắm quyền phủ quyết, hiện tại Taisho đang nắm giữ 24.4% vốn chủ sở hữu của DHG.

Tăng giá nguyên vật liệu đầu vào cũng có khả năng ít nhiều ảnh hưởng đến BLNG của DHG năm 2018. Theo chia sẻ của ban lãnh đạo, giá nguyên liệu đầu vào ngành dược phẩm tăng khá mạnh trong cuối năm 2017. Tuy nhiên, hàng tồn kho của DHG thường mua gối đầu trước 1 quý do đó, chúng tôi đánh giá KQKD Q1 2018 sẽ không bị tác động nhiều (kỳ chuyển đổi hàng tồn kho năm 2017 là 107 ngày), tuy nhiên BSC cho rằng DHG sẽ bắt đầu ảnh hưởng từ Q2/2018. Do đó, BSC giả định BLN gộp 2018 mảng hàng tự sản xuất sẽ giảm xuống mức 52.5% so với mức 55.3% năm 2017.

Kế hoạch kinh doanh 2018 kỳ vọng tăng trưởng LNTT đạt 768 tỷ đồng (+6.7% yoy) nhờ vào (1) mảng hàng tự sản xuất và (2) Thúc đẩy tăng trưởng về chất trong mảng hệ thống phân phối thông qua việc tăng tỷ lệ khách hàng thân thiết/tổng khách hàng. Cụ thể, DTT ước đạt 4,071 tỷ đồng, tương đương năm 2017, tuy nhiên LNTT ước đạt 768 tỷ đồng (+6.7% yoy).

Trong năm 2018, nhằm thực hiện kế hoạch nới room, DHG sẽ bắt đầu ngừng kinh doanh hàng phân phối và dịch vụ do đó, theo kế hoạch mảng phân phối chỉ đóng góp 11.7% trong cơ cấu doanh thu 2018, đạt 476 tỷ đồng. Do đó, theo chúng tôi đánh giá để hoàn thành kế hoạch thì DHG phải đạt mức tăng trưởng 15% ở hàng tự sản xuất để bù đắp cho mảng phân phối, chủ yếu đến từ việc gia tăng công suất hiệu dụng của nhà máy từ mức 65% năm 2017 lên mức 75% năm 2018.

BSC dự báo kết quả kinh doanh 2018 DT và LNST lần lượt đạt mức 3,930 tỷ đồng (-3.3% yoy) và 709 tỷ đồng (+10% yoy) dựa trên một số giả định sau (1) Mảng hàng tự sản xuất đạt mức tăng trưởng 13.1% dựa trên công suất tăng 12% và giá bán tăng 1%, (2) SG&A tăng từ mức 23% năm 2017 lên mức 24% năm 2018. EPS 2018F = 5,420 đồng/cp (sau khi trừ quỹ khen thưởng phúc lợi), P/E 2018F = 21.3x lần.

FCFF (VNDb)	2018	2019	2020	2021	2022
Free cash flow to firm (FCFF)	660	685	772	863	1,136
5-yr PV of FCFF	660				
5-yr Total PV of FCFF	3,375				
Terminal value	15,404				
PV of terminal value	10,706				
Total PV of FCFF	14,081				
Less: debt	472				
Add: cash	827				
Equity value	14,436				
Outstanding shares (m)	130.7				
Fair value/share (VND)	110,412				

Method	Price	Weight	Average
FCFF	110,412	50%	55,206
P0/E0	97,600	50%	48,800
P/E dự phóng = 18 lần		100%	104,000

DHG - CTCP Dược Hậu Giang
Phân tích tài chính
29/3/2018

BSC

Đơn vị: tỷ đồng	2013	2014	2015	2016	2017
Doanh thu thuần	3,527	3,913	3,608	3,783	4,064
LN gộp	1,640	2,131	1,413	1,713	1,784
DT tài chính	48	37	34	58	89
CP tài chính	(16)	(67)	(89)	(85)	(98)
Lãi vay	(2)	(5)	(9)	(12)	(25)
CP bán hàng	(770)	(1,099)	(458)	(632)	(733)
CP QLDN	(271)	(313)	(262)	(297)	(318)
Lãi/lỗ HĐKD	631	689	637	757	723
TNhap khác (ròng)	151	33	64	(0)	(3)
LN trước thuế	782	722	701	757	719
LN sau thuế	593	534	593	713	643
LN CĐ thiếu số	4	0	4	3	0
LN Cty mẹ	589	533	589	710	642
EPS	9,009	6,118	6,131	7,169	4,913
TS ngắn hạn	2,233	2,386	2,221	2,747	2,941
Tiền và TĐ Tiền	613	498	421	603	544
Phải thu ngắn hạn	667	845	644	692	808
Tồn kho	758	781	639	733	634
TS ngắn hạn khác	24	4	10	15	25
TS dài hạn	848	1,096	1,142	1,199	1,148
Phải thu dài hạn	-	1	-	5	4
TSCĐ	799	914	1,068	1,103	1,027
TSCĐ hữu hình	342	734	811	841	785
TS thuê tài chính	-	-	-	-	-
TSCĐ vô hình	176	180	256	262	242
TS dở dang dài hạn	-	50	16	17	36
TS dài hạn khác	28	115	42	58	67
Tổng TS	3,081	3,483	3,363	3,946	4,090
Nợ phải trả	1,081	1,189	842	1,052	1,330
Nợ ngắn hạn	1,030	1,120	780	994	1,267
Vay ngắn hạn	127	177	271	355	470
Nợ dài hạn	51	69	62	58	63
Vay dài hạn	-	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	1,981	2,294	2,521	2,894	2,759
Vốn góp	654	872	872	872	1,307
LN chưa phân phối	560	556	606	761	338
Tổng nguồn vốn	3,081	3,483	3,363	3,946	4,090
% yoy DTT		11%	-8%	5%	7%
Biên In gộp	46.5%	54.5%	39.2%	45.3%	43.9%
Lãi vay/ DTT	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.6%
CP bán hàng / DTT	21.8%	28.1%	12.7%	16.7%	18.0%
CP QLDN/DTT	7.7%	8.0%	7.3%	7.9%	7.8%
Biên In thuần	16.8%	13.6%	16.4%	18.8%	15.8%

DTT DHG đạt 4,064 tỷ đồng (+7.4% yoy) tiếp tục duy trì mức tăng trưởng tốt tuy nhiên chủ yếu đến từ hàng phân phối có biên lợi nhuận thấp khoảng 5.3%. Mảng hàng tự sản xuất chỉ tăng khoảng 1% so với cùng, biên lợi nhuận gộp mảng này khoảng 55.3% do đó dẫn đến lợi nhuận ròng 2017 giảm 6.3% so với cùng kỳ

Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp năm 2017 tăng 13.1% so với cùng kỳ chủ yếu. Tỷ lệ chi phí bán hàng & QLDN / DTT năm 2017 tăng lên mức 23% so với mức 22.4% năm 2016.

Vay nợ ròng ngắn hạn/VCSH của DHG duy trì ở mức 17% cao hơn trung bình ngành là 6%, đây là đặc điểm đặc thù của ngành dược.

Nguyên nhân chính khiến cho BLNG năm 2017 chủ yếu đến từ việc thay đổi trong cơ cấu doanh thu khi tỷ trọng hàng phân phối/DTT tăng từ mức 18.6% lên mức 23.4% và tỷ trọng hàng tự sản xuất giảm từ mức 80% xuống còn 75.1%, mặc dù BLNG của hai mảng này đều có sự cải thiện lần lượt lên mức 55.3% (hàng tự sản xuất) và 5.3% (hàng phân phối).

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

2013 2014 2015 2016 2017

1. Khả năng thanh toán

Hsố TT ngắn hạn	2.17	2.13	2.85	2.76	2.32
Hsố TT nhanh	1.41	1.43	2.02	2.01	1.80

Hệ số khả năng thanh toán DHG đều duy trì mức tốt trong các năm gần đây

2. Cơ cấu vốn

TSNH/ TTS	0.72	0.69	0.66	0.70	0.72
TSDH/ TTS	0.28	0.31	0.34	0.30	0.28
Hsố Nợ/ TTS	0.35	0.34	0.25	0.27	0.33
Hsố Nợ/ VCSH	0.55	0.52	0.33	0.36	0.48
Nợ ngắn hạn / TTS	0.33	0.32	0.23	0.25	0.31
Nợ DH / TTS	0.02	0.02	0.02	0.01	0.02

3. Năng lực hoạt động

Vquay hàng tồn kho	3.0	2	3	3	3
Vquay phải thu	7.3	6	5	6	6
Vquay phải trả	12.5	7	8	8	8
Số ngày HTK	122.8	158	118	121	109
Số ngày phải thu	49.9	60	67	58	61
Số ngày phải trả	29.2	54	43	44	46
CCC	143.5	164	142	135	124

Hệ số vòng quay hàng tồn kho năm 2017 có cải thiện so với năm 2016 đạt 109 ngày , hàng tồn kho của DHG thường mua gối đầu trước 1 quý do đó.

4. Khả năng sinh lời

LNST/DTT (%)	16.8%	13.6%	16.4%	18.8%	15.8%
LNST/VCSH (%)	29.9%	23.3%	23.5%	24.6%	23.3%
LNST/TTS	19.3%	15.3%	17.6%	18.1%	15.7%
LN từ HĐKD/DTT	17.9%	17.6%	17.7%	20.0%	17.8%

5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)

TTS/VCSH	1.55	1.52	1.33	1.36	1.48
DT/TTS	1.15	1.12	1.07	0.96	0.99
EBIT/DT	0.22	0.19	0.20	0.20	0.18
EBT/EBIT	1.00	0.99	0.99	0.98	0.97
lãi ròng/LNTT	0.76	0.74	0.85	0.94	0.89

6. Định giá

PE	11.4	16.8	16.8	14.4	21.0
PB	3.4	3.9	3.6	3.1	4.9
EPS	9,009	6,118	6,131	7,169	4,913
BVPS	30,307	26,121	28,692	32,812	21,013

Định giá P/E của DHG hiện tại đang ở mức 21x lần, mức này cao hơn so với mức trung vị doanh nghiệp cùng ngành được là MWG 15.6x.

7. Tăng trưởng (%yoy)

TTS	13%	-3%	17%	4%
Nợ	10%	-29%	25%	27%
DTT	11%	-8%	5%	7%
LN gộp	30%	-34%	21%	4%
LNST	-10%	11%	20%	-10%
EPS	32%	0%	17%	-31%

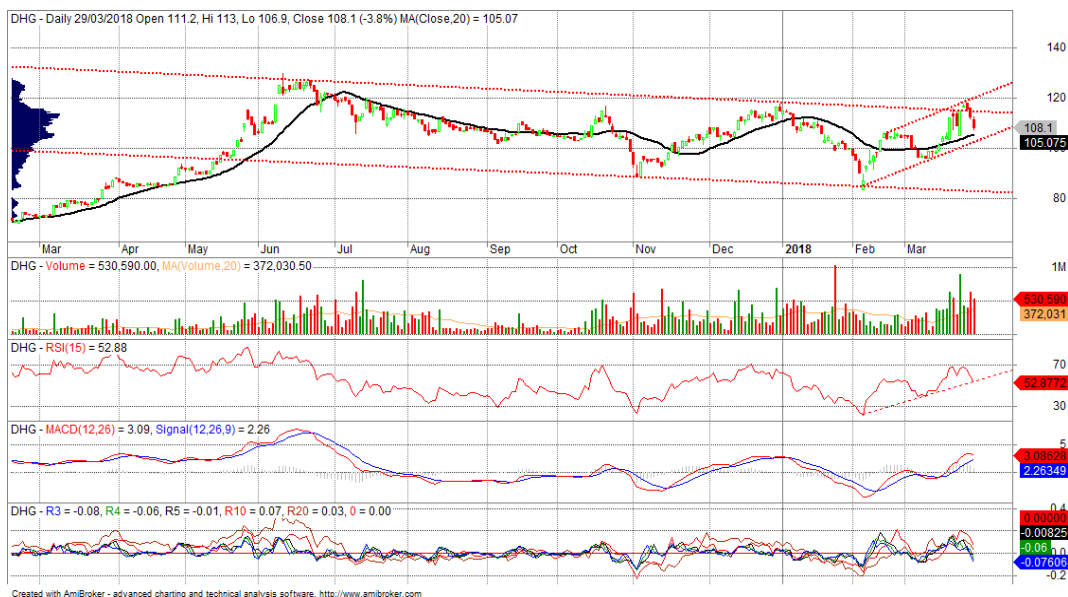
Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: Tăng giá trung hạn.
- Chỉ báo MACD tăng, kết hợp với xu hướng tăng chưa vào vùng quá mua của chỉ báo RSI và MFI, xác nhận xu hướng tăng giá của cổ phiếu.
- Thanh khoản: giá trị thanh khoản trung bình 10 phiên đạt khoảng 56.5 tỷ đồng/phiên, không thấp so với thị trường.

Nhận định: Giá cổ phiếu DHG đang trong mô hình “2 đỉnh”. Hiện tại, cổ phiếu đang trong nhịp điều chỉnh ngắn hạn, tiếp cận đường MA 20 và ngưỡng hỗ trợ dưới của mô hình. Các chỉ báo kỹ thuật cho thấy khả năng tiếp tục xu hướng tăng giá trung hạn của DHG. Kỳ vọng, DHG sẽ bật tăng trở lại sau khi cổ phiếu điều chỉnh ngưỡng hỗ trợ dưới mô hình trong ngắn hạn.

Khuyến nghị: Nhà đầu tư có thể tận dụng nhịp điều chỉnh của cổ phiếu về ngưỡng hỗ trợ đường MA 20 để gia tăng tỷ trọng ở mức 105 - 106. Giá mục tiêu 120. Cắt lỗ: mất ngưỡng hỗ trợ 103.

Đồ thị kỹ thuật



22/3/2018

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 tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của 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: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<http://www.bsc.com.vn>
Bloomberg: BSCV <GO>

