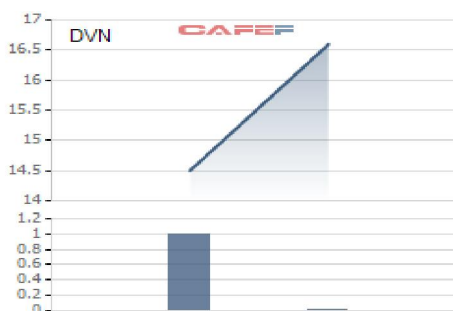


BÁO CÁO NGẮN- TỔNG CÔNG TY DƯỢC VIỆT NAM- CTCP (DVN-UPCOM)

Báo cáo chi tiết 23/05/2017

Khuyến nghị	Mua
Giá mục tiêu (VND)	45.000
Tiềm năng tăng giá	137%
Cổ tức (VND)	400
Lợi suất cổ tức	2,10%

Biến động giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu, ngày 22/05/2017

Giá hiện tại (VND)	19.000
Số lượng CP niêm yết	237.000.000
Vốn điều lệ (tỷ VND)	2.370
Vốn hóa TT(tỷ VND)	4.503
Khoảng giá 52 tuần (VND)	10.400-19.000
% Sở hữu nước ngoài	0%
% Giới hạn sở hữu NN	49%

Chỉ số tài chính:

Chỉ tiêu	2014	2015	2016
EPS (vnd)	8.396	7.728	14.298
BVPS (vnd)	52.110	77.659	81.620
Cổ tức (vnd)			300
ROA(%)	6,64%	5,11%	9,3%
ROE(%)	16,46%	9,86%	17,5%

Hoạt động kinh doanh chính

Tổng Công ty được thành lập từ năm 1971 trên cơ sở sáp nhập 3 cục trực thuộc Bộ Y tế là Cục phân phối dược phẩm, Cục dược liệu, Cục sản xuất. Từ năm 2010 đến nay, với chủ trương của Chính phủ, VINAPHARM hoạt động dưới hình thức Công ty TNHH MTV do Nhà nước làm chủ sở hữu. Tổng Công ty có chức năng, nhiệm vụ đầu tư tài chính, trực tiếp sản xuất kinh doanh, thực hiện nhiệm vụ Nhà nước giao như phát triển công nghiệp dược, hệ thống phân phối thuốc, xuất nhập khẩu, quan hệ quốc tế...

Nguồn: MBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG KINH DOANH LẠC QUAN

Chỉ tiêu tài chính cơ bản

Chỉ tiêu	2014	2015	2016	2017F
DTT (tỷ VND)	8.347	7.626	6.122	7.040
% tăng trưởng	2%	-9%	-20%	15%
LNR (tỷ VND)	377	347	642	710
% tăng trưởng	29%	-8%	85%	11%
Biên LNR (%)	5%	5%	10%	10%
EPS (VND)	8.396	7.728	14.298	2.996
P/E (Lần)				15,x
P/B (Lần)				3,x

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị Mua đối với cổ phiếu DVN của Tổng Công ty Dược Việt Nam-CTCP với mức định giá trên cơ sở thận trọng 45.000 đồng/cp, với tiềm năng tăng giá ~137% so với 19.000 đồng/cp ngày 23/05/2017 trên cơ sở:

■ Ngành Dược Việt Nam tiếp tục khả quan trong dài hạn

Theo công ty Statista dự báo tốc độ tăng trưởng kép hàng năm giai đoạn 2015-2018 của ngành Dược tại khu vực Châu Á Thái Bình Dương đạt mức cao nhất khoảng 6,1%/năm. Hiện nay, theo thang phân loại 5 mức phát triển thì công nghiệp Dược Việt Nam mới chỉ dừng lại ở mức 3. Được biết, thị trường dược phẩm Việt Nam có giá trị 4,2 tỷ USD tính đến năm 2015, tốc độ tăng trưởng trong giai đoạn 2010-2015 là 17-20% và đến năm 2017, tốc độ tăng trưởng của thị trường sẽ cao hơn 17%. Tiêu thụ dược phẩm bình quân đầu người tại Việt Nam là 40 USD/năm. Do đó, Công nghiệp dược Việt Nam đang có cơ hội rất lớn khi thị trường dược phẩm trong nước là thị trường tăng trưởng mạnh nhất khu vực châu Á.

■ Hoạt động đầu tư vào công ty con, công ty liên kết đang mang lại kết quả kinh doanh tích cực cho Tổng công ty.

Tổng công Dược Việt Nam (Vinapharm) là Tổng công ty duy nhất của nhà nước hoạt động trong lĩnh vực ngành Dược. Trước cổ phần hóa, Tổng Công ty đầu tư vốn tại 4 công ty con, 11 công ty liên kết và đầu tư tài chính dài hạn tại 8 công ty khác. Giá trị đầu tư của Tổng Công ty vào các công ty con, công ty liên kết là 1.547 tỷ đồng. Trong đó, nhiều doanh nghiệp thành viên có tiềm lực tài chính mạnh, mạng lưới phân phối rộng khắp và nhà máy sản xuất thuốc có công nghệ hiện đại. Năm 2016, Vinapharm nhận được 269 tỷ đồng tiền cổ tức; 137 tỷ đồng từ công ty liên kết và 190 tỷ đồng từ đánh giá lại các khoản đầu tư tài chính.

■ Vinapharm đang sở hữu nhiều lô đất ở vị trí đẹp với diện tích sử dụng 9.870 m2.

Hiện nay, Vinapharm đang quản lý sử dụng gần 9.870 m2 đất, trong đó khu đất vàng 95 Láng Hạ có diện tích gần 3.280m2; dự án đất rộng 2.670 m2 ở Nguyễn Huy Tưởng, Hà Nội hiện đang hợp tác cùng đối tác Vinaconex PVC xây dựng dự án Tổ hợp dịch vụ, thương mại văn phòng và nhà ở chung cư. Ngoài ra, còn mảnh đất hơn 1.863 m2 ở số 12 Ngô Tất Tố, Hà Nội đang sử dụng làm trụ sở văn phòng công ty. Không những tại Tp.Hà Nội, mà ở Tp Hồ Chí Minh Vinapharm cũng sở hữu khu đất diện tích gần 1.236 m2 tại số 178 Điện Biên Phủ, quận 3 là khu văn phòng cũ đã xuống cấp; và khu đất ở 691m2 tại số 126A Trần Quốc Thảo, quận 3 hiện là trụ sở văn phòng đại diện Tổng công ty tại Tp HCM. Do đó, Vinapharm đang được nhà đầu tư quan tâm bởi những khu đất vàng mà doanh nghiệp này đang sở hữu.

■ Vinapharm có tiềm lực tài chính lành mạnh đảm bảo cho các dự án đầu tư trong tương lai.

Tính đến 31/12/2016, tổng tài sản của Vinapharm đạt gần 6.898 tỷ đồng, trong đó tài sản ngắn hạn chiếm tỷ trọng cao đạt 4640 tỷ đồng, tài sản dài hạn đạt 2.258 tỷ đồng. Đặc biệt,

khoản tiền và tương đương tiền của Tổng công ty lên đến hơn 973 tỷ đồng; các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn và dài hạn vào các công ty con, công ty liên kết lên đến 2.274 tỷ đồng. Với lượng tiền mặt lớn đảm bảo có thể tài trợ cho các dự án của Tổng công ty trong tương lai. Dự kiến trong giai đoạn 2016-2020, DVN lên kế hoạch phát triển vùng được liệu với quy mô hơn 30.000 ha và 1 nhà máy chiết xuất dược liệu tiêu chuẩn GMP.

■ Cơ cấu cổ đông cô đặc sau khi IPO

Vinapharm có vốn điều lệ 2.370 tỷ đồng tương ứng 237 triệu cổ phần, trong số đó có 40.297.300 cổ phiếu chiếm 17% tổng số cổ phiếu đăng ký giao dịch đang thuộc diện hạn chế chuyển nhượng. Tính đến thời điểm hiện tại, DVN có hai cổ đông lớn là Bộ y tế (65%) và Tập đoàn Việt Phương (17%). Tập đoàn Đầu tư Việt Phương là nhà đầu tư chiến lược tham gia cổ phần hóa Vinapharm. Đáng chú ý, 40,29 triệu cổ phiếu của Tập đoàn Đầu tư Việt Phương là số cổ phiếu phát hành cho nhà đầu tư chiến lược khi tiến hành cổ phần hóa. Số cổ phiếu này bị hạn chế giao dịch trong 5 năm kể từ ngày 8/12/2016. Còn lại 7.300 cổ phiếu là cổ phiếu ESOP phát hành ưu đãi cho người lao động khi tiến hành cổ phần hóa Tổng công ty; số cổ phiếu này bị hạn chế chuyển nhượng 10 năm kể từ 8/12/2016. Nhà đầu tư đăng ký vọng vào việc Bộ Y tế sẽ thoái vốn tại Tổng công ty trong thời gian tới.

■ Định giá cổ phiếu DVN đang ở mức tương đối hấp dẫn

Vinapharm tiến hành cổ phần hóa, bán đấu giá cổ phần lần đầu ra công chúng vào 22/6/2016. Toàn bộ 42.557.000 cổ phần mang ra đấu giá được các nhà đầu tư tham gia mua hết với giá đấu thành công bình quân 10.433 đồng/cổ phần. Vinapharm chính thức hoạt động theo hình thức công ty cổ phần từ tháng 12/2016. Từ đó đến nay công ty hoạt động trên vốn điều lệ là 2.370 tỷ đồng. Năm 2016, doanh thu và lợi nhuận của Tổng công ty lần lượt đạt 6.122 tỷ đồng và 642 tỷ đồng. EPS và bookvalue lần lượt đạt 14.298 đồng/cp và 81.620 đồng/cp. Nếu tính trên phần vốn điều lệ mới thì EPS và Bookvalue lần lượt là 2.709 đồng và 15.500 đồng/cp.

Với giá niêm yết lần đầu ở mức 10.400 đồng/cp thì DVN giao dịch với mức P/E và P/B lần lượt đạt 3,84 lần và 0,67 lần (thấp hơn nhiều so với P/E và P/B trung bình ngành 17,95 lần và 2,90 lần). Với một Tổng công ty có quy mô doanh thu và lợi nhuận lớn, cũng như có tiềm lực tài chính lành mạnh so với các công ty trong ngành phân phối dược phẩm. Chúng tôi đánh giá mức P/E và P/B xứng đáng đối với cổ phiếu DVN lần lượt đạt 15 lần và 3 lần.

■ Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi dự phóng ở mức thận trọng với doanh thu trong năm 2017 của DVN đạt 7.040 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 710 tỷ đồng tăng lần lượt 15% và 10,6% so với thực hiện năm 2016, tương đương EPS forward năm 2017 đạt 3.000 đồng/cp (Giả sử trong năm 2017, Tổng công ty giữ nguyên vốn điều lệ đạt 2.370 tỷ đồng), giá trị Bookvalue năm 2017 đạt 15.800 đồng/cp.

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp định giá là so sánh P/E và P/B để định giá cổ phiếu DVN. **Giá hợp lý đối với cổ phiếu DVN là 45.000 đồng/cp. Do đó, chúng tôi khuyến nghị mua cổ phiếu DVN ở mức giá hiện tại.**

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Tổng Công ty được thành lập từ năm 1971 trên cơ sở sáp nhập 3 cục trực thuộc Bộ Y tế là Cục phân phối dược phẩm, Cục dược liệu, Cục sản xuất. Từ năm 2010 đến nay, với chủ trương của Chính phủ, VINAPHARM hoạt động dưới hình thức Công ty TNHH MTV do Nhà nước làm chủ sở hữu. Tổng Công ty có chức năng, nhiệm vụ đầu tư tài chính, trực tiếp sản xuất kinh doanh, thực hiện nhiệm vụ Nhà nước giao như phát triển công nghiệp dược, hệ thống phân phối thuốc, xuất nhập khẩu, quan hệ quốc tế...

Hoạt động kinh doanh chính của Tổng công ty Dược Việt Nam

Hiện nay, DVN hoạt động chính trong lĩnh vực kinh doanh dược phẩm, thực phẩm chức năng, thiết bị y tế; nghiên cứu và phát triển khoa học công nghệ dược.

- Hoạt động đầu tư vào công ty con, công ty liên kết mang lại phần lớn nhất trong cơ cấu lợi nhuận của DVN.

Trước cổ phần hóa, Tổng Công ty đầu tư vốn tại 4 công ty con, 11 công ty liên kết và đầu tư tài chính dài hạn tại 8 công ty khác. Giá trị đầu tư của Tổng Công ty vào các công ty con, công ty liên kết là 1.547 tỷ đồng.

Danh sách và giá trị đầu tư của Tổng công ty vào các công ty liên kết (Đơn vị tính: Tỷ đồng)

Tên đơn vị	Giá trị đầu tư	VĐL của đơn vị nhận vốn góp
CTCP Dược phẩm Imexpharm	288,73	289,43
CTCP Hóa dược phẩm Mekophar	159,98	151,23
CTCP Bao bì dược	12,2	20
CTCP Dược phẩm trung ương Vidipha	74,88	121,75
CTCP Dược Danapha	85,13	97,65
CTCP Dược phẩm Sanofi Synthelabo	252,64	77,47
CTCP Dược Danapha-Nanosome	4,5	17,99
CTCP Dược phẩm TW 3	22,27	52,5
CTCP Dược phẩm TW2	14,94	50
CTCP Xuất nhập khẩu Y tế Việt Nam	14,39	18
CTCP Dược phẩm TW25	44,71	77,94
Tổng	974,37	973,96

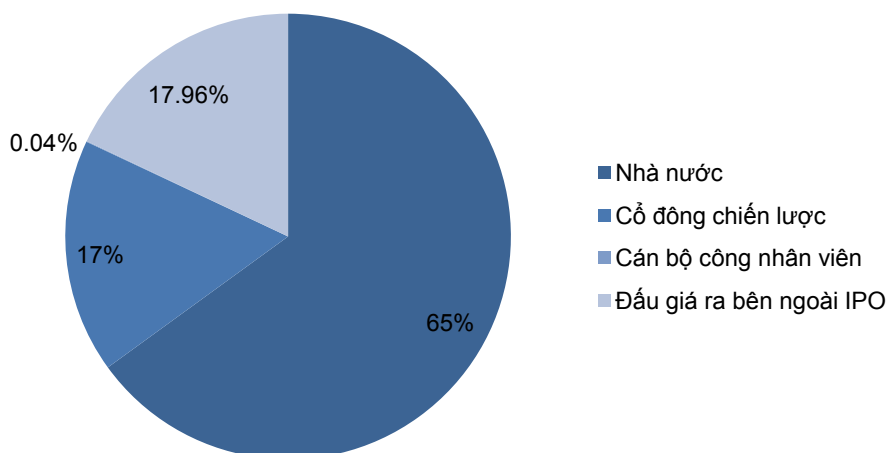
Nguồn: Vinapharm

Danh sách các công ty đầu tư dài hạn khác

TT	Tên đơn vị	Số lượng cổ phần nắm giữ	Tỷ lệ phần sở hữu
1	CTCP Dược phẩm OPC	3.562.650	14,08%
2	CTCP Hóa dược Việt Nam	166.670	9,26%
3	CTCP Dược TW Medipharco-Tanamyd	450.345	15,01%
4	CTCP Dược phẩm TW Mediplantex	713.750	11,37%
5	CTCP y Dược phẩm Vimedimex	1.579.833	18,72%
6	CTCP Y Dược phẩm Việt Nam	2.000	5,26%
7	CTCP Dược phẩm Yên Bái	243.220	15%
8	CTCP Dược liệu TW2	1.680.000	17,68%

Nguồn: Vinapharm

Cơ cấu cổ đông sau khi IPO của Vinapharm



Nguồn: Vinapharm

Vinapharm có vốn điều lệ 2.370 tỷ đồng tương ứng 237 triệu cổ phần, trong số đó có 40.297.300 cổ phiếu chiếm 17% tổng số cổ phiếu đăng ký giao dịch đang thuộc diện hạn chế chuyển nhượng. Tính đến thời điểm hiện tại, DVN có hai cổ đông lớn là Bộ y tế (65%) và Tập đoàn Việt Phương (17%). Tập đoàn Đầu tư Việt Phương là nhà đầu tư chiến lược tham gia cổ phần hóa Vinapharm.

Đáng chú ý, 40,29 triệu cổ phiếu của Tập đoàn Đầu tư Việt Phương là số cổ phiếu phát hành cho nhà đầu tư chiến lược khi tiến hành cổ phần hóa. Số cổ phiếu này bị hạn chế giao dịch trong 5 năm kể từ ngày 8/12/2016. Còn lại 7.300 cổ phiếu là cổ phiếu ESOP phát hành ưu đãi cho người lao động khi tiến hành cổ phần hóa Tổng công ty; số cổ phiếu này bị hạn chế chuyển nhượng 10 năm kể từ 8/12/2016. Nhà đầu tư đang kỳ vọng vào việc Bộ y tế sẽ thoái vốn tại Tổng công ty trong thời gian tới.

II. PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

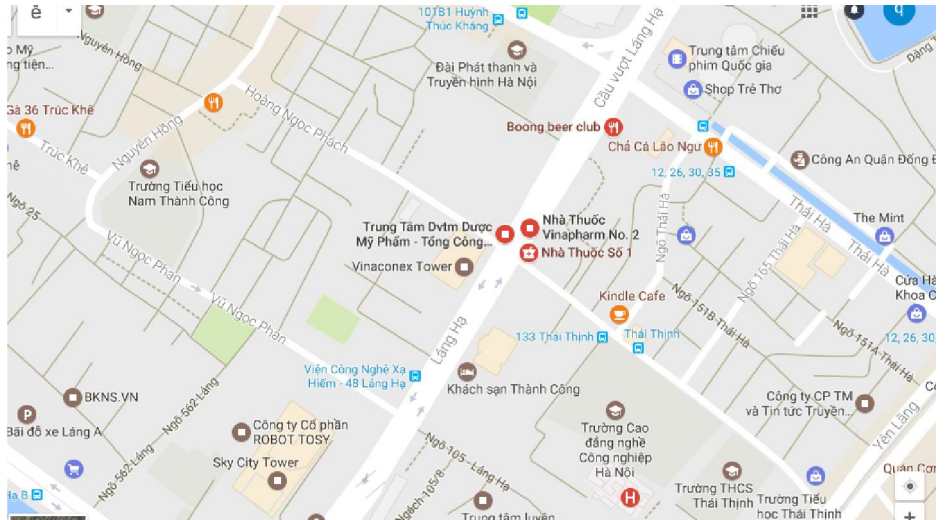
Vị thế của Tổng công ty so với các doanh nghiệp Dược phẩm cùng ngành

Hoạt động chính của Tổng công ty hiện nay là đầu tư vào các công ty dược thành viên, trong đó có những doanh nghiệp đứng hàng đầu trên thị trường dược phẩm trong nước. Nhiều doanh nghiệp dược có năng lực tài chính lành mạnh, mạng lưới phân phối rộng khắp và nhà máy sản xuất GMD với công nghệ hiện đại. Trước cổ phần hóa, Tổng Công ty đầu tư vốn tại 4 công ty con, 11 công ty liên kết và đầu tư tài chính dài hạn tại 8 công ty khác. Giá trị đầu tư của Tổng Công ty vào các công ty con, công ty liên kết là 1.547 tỷ đồng. Năm 2016, Vinapharm nhận được 269 tỷ đồng tiền cổ tức; 137 tỷ đồng từ công ty liên kết và 190 tỷ đồng từ đánh giá lại các khoản đầu tư tài chính.

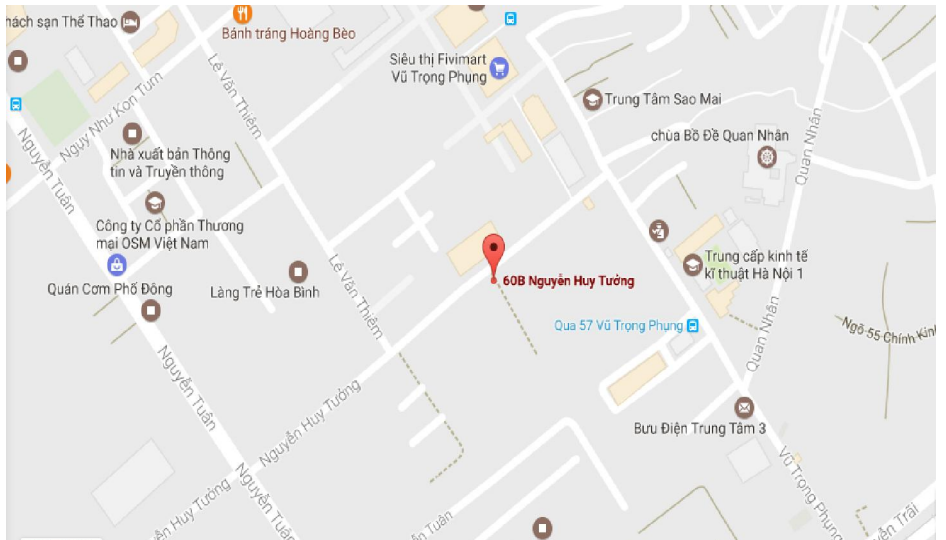
Tổng công ty đang sở hữu nhiều lô đất ở vị trí đẹp với diện tích sử dụng tới 9.870 m2.

Sau cổ phần hóa, Vinapharm đang quản lý sử dụng gần 9.870m2 đất, chủ yếu là khu đất diện tích lớn tại khu vực nội thành hai thành phố lớn là Thành phố Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh. Trong đó bao gồm:

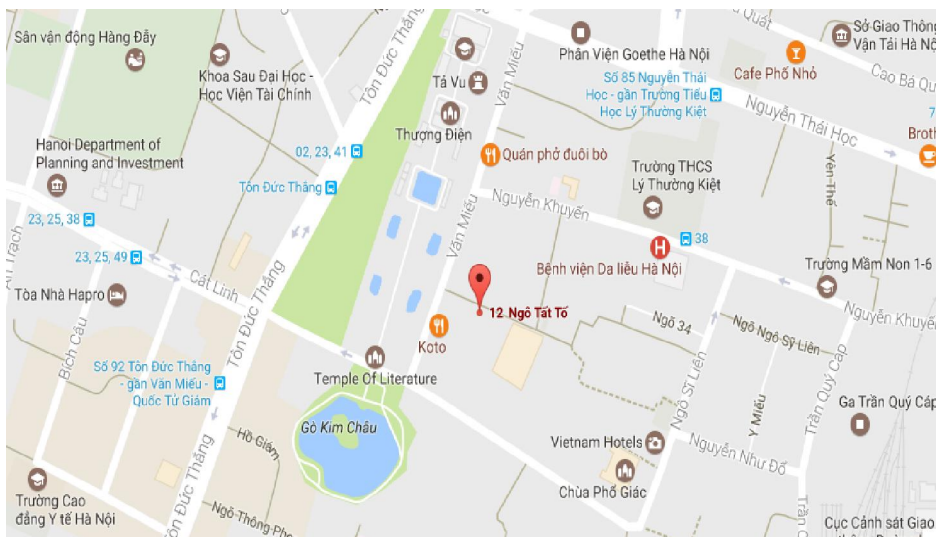
Khu đất có diện tích 3.280 m2 đất tại số 95 Láng Hạ, phường Láng Hạ, quận Đống Đa, Hà Nội hiện là 1 tòa nhà 5 tầng mà trong đó Vinapharm đang sử dụng tầng 1 và diện tích xung quanh là trung tâm kinh doanh. Hiện tại, Tổng công ty đang xây dựng kế hoạch hợp tác với đối tác xây dựng dự án trung tâm dược phẩm, văn phòng- căn hộ. Tổng công ty Dược Việt Nam sẽ góp vốn bằng thương quyền và tài sản trên đất. Tuy nhiên, do khu đất có nhiều chủ sở hữu và hiện nay chưa thống nhất được các phương án chia quyền nên việc xây dựng và triển khai dự án chưa thể khả thi trong ngắn hạn.



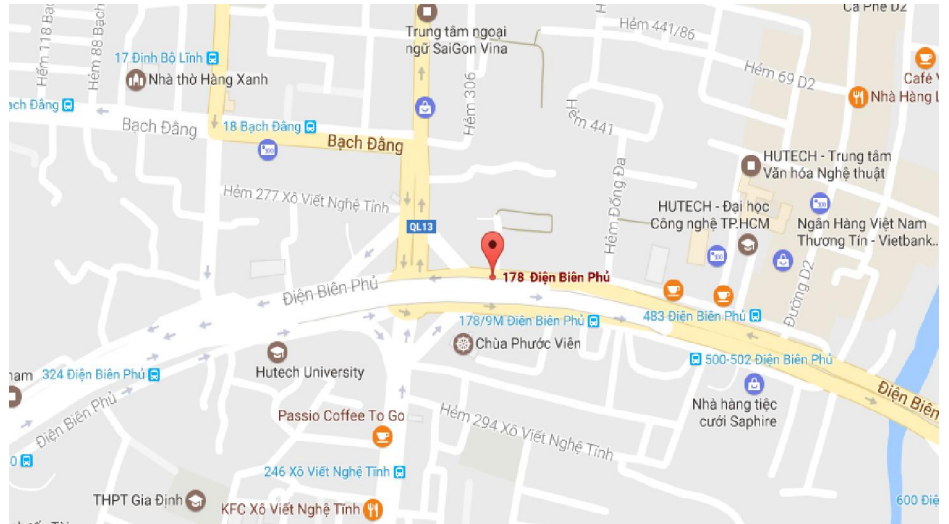
Khu đất có diện tích 2.670 m² đất tại 60B Nguyễn Huy Tường, phường Thanh Xuân Trung, quận Thanh Xuân, Vinapharm góp vốn thương quyền và tài sản trên đất để hợp tác với CTCP Đầu tư Xây dựng VINAACONEX xây dựng công trình tổ hợp dịch vụ, thương mại, văn phòng và chung cư. Dự án sẽ dự kiến hoàn thành vào cuối năm 2017.



Khu đất có diện tích 1.864 m² (lô 1) và hơn 128 m² (lô 2) đất cùng tại 12 Ngô Tất Tố, phường Văn Miếu, quận Đống Đa, Hà Nội hiện đang được sử dụng làm Trụ sở, văn phòng làm việc của Vinapharm. Hiện tại, Tổng công ty đang làm thủ tục kí hợp đồng thuê đất với sở tài nguyên và môi trường Hà Nội.



Khu đất có diện tích 1.236 m² tại 178 Điện Biên Phủ, phường 6, quận 3, TP.HCM đang là văn phòng cũ, nát, xây dựng trước từ năm 1975 đã xuống cấp. Tổng Công ty dự kiến sẽ đầu tư cải tạo, xây dựng văn phòng làm việc mới.



Khu đất có diện tích 692 m² đất tại 126A Trần Quốc Thảo, phường 7, quận 3, TP.HCM đang là trụ sở văn phòng đại diện của Vinapharm tại TP.HCM, văn phòng này xây từ năm 1975 và đang xuống cấp, cần sửa chữa mới sử dụng được lâu dài.



■ **Phân tích tình hình kinh doanh của DVN và các công ty con**

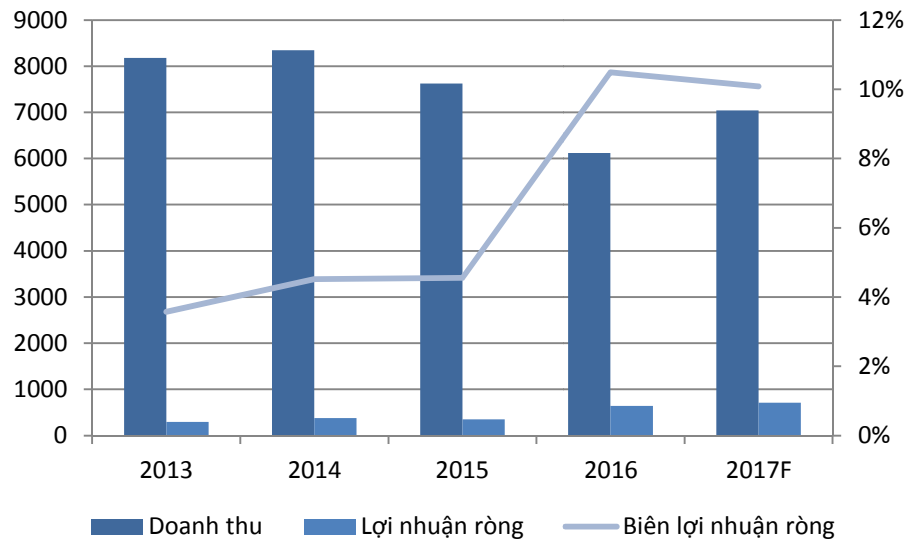
Sản phẩm dịch vụ chính:

Các lĩnh vực hoạt động chính của Tổng công ty bao gồm: Kinh doanh dược phẩm, thực phẩm chức năng, thiết bị y tế và nghiên cứu phát triển khoa học công nghệ dược. Hoạt động kinh doanh chính của tổng công ty chủ yếu phát triển ở các công ty con, công ty liên kết. Hoạt động nghiên cứu phát triển khoa học công nghệ dược được thực hiện tập trung tại Tổng công ty, chủ yếu nghiên cứu khả dụng (BE), nghiên cứu tương đương sinh học (BE).

Kết quả kinh doanh năm 2016:

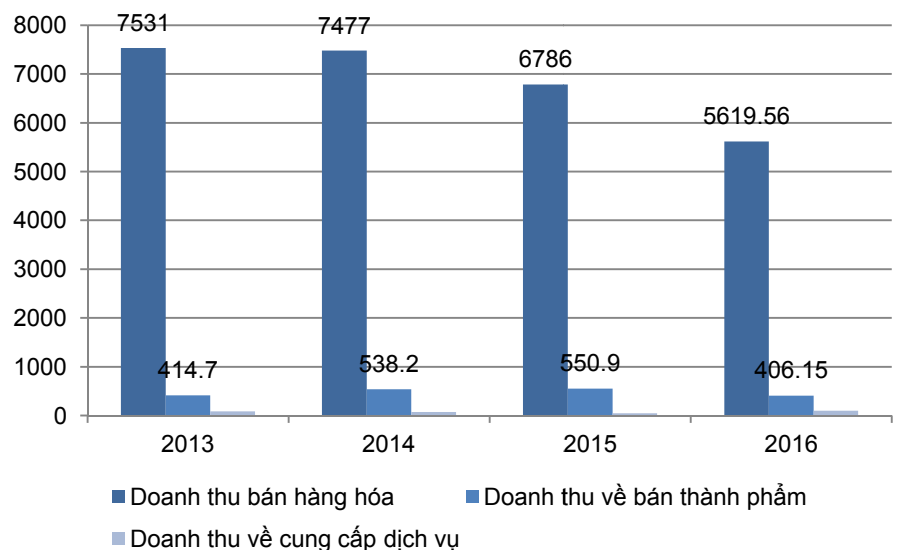
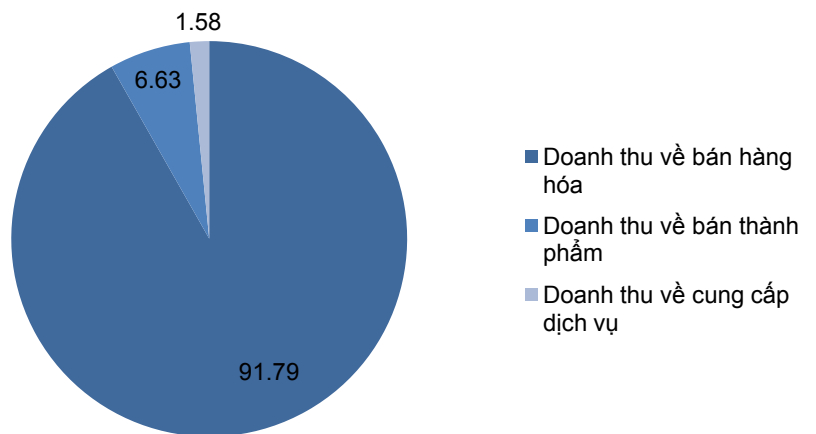
Năm 2016, DVN có doanh thu đạt 6.122 tỷ đồng giảm 16% so với thực hiện năm 2015. Trong đó, biên lợi nhuận giảm nhẹ xuống mức 9%, khá thấp so với trung bình ngành 18%. Tuy nhiên, nhờ hoạt động tài chính tăng mạnh lên mức 345 tỷ đồng, trong đó chủ yếu lợi nhuận từ hưởng cổ tức 263 tỷ đồng. Ngoài ra, thu nhập khác cũng tăng mạnh lên mức 196 tỷ đồng, do đánh giá lại các khoản đầu tư tài chính. Kết quả, lợi nhuận sau thuế tăng mạnh lên mức 642 tỷ đồng. EPS năm 2016 đạt 14.298 đồng/cp (chia theo vốn điều lệ cũ).

Doanh thu và lợi nhuận trong giai đoạn 2013-2017 (tỷ đồng)



Cơ cấu doanh thu hợp nhất của Tổng công ty Dược Việt Nam giai đoạn 2015-2016:

Cơ cấu doanh thu



Doanh thu của Tổng công ty tập trung ở mảng bán hàng hóa (chiếm hơn 91%), doanh thu từ bán thành phẩm chiếm hơn 6%, còn lại là doanh thu từ cung cấp dịch vụ. Có thể thấy, doanh thu của Tổng công ty đang có xu hướng giảm dần từ 8.033 tỷ đồng năm 2013 xuống còn 6.122 tỷ đồng năm 2016, tương ứng giảm 23,79%. Trong đó, doanh thu từ bán hàng hóa giảm từ 7531 tỷ đồng năm 2013 xuống còn 5.619,56 tỷ đồng năm 2016. Doanh thu từ bán thành phẩm giảm từ 414,7 tỷ đồng năm 2013 xuống còn 406,15 tỷ đồng năm 2016. Tuy nhiên, doanh thu từ cung cấp dịch vụ lại tăng từ 87,2 tỷ đồng năm 2013 lên 96,41 tỷ đồng năm 2016.

■ **Vinapharm có tiềm lực tài chính lành mạnh đảm bảo cho các dự án đầu tư trong tương lai.**

Tính đến 31/12/2016, tổng tài sản của Vinapharm đạt gần 6.898 tỷ đồng, trong đó tài sản ngắn hạn chiếm tỷ trọng cao đạt 4640 tỷ đồng, tài sản dài hạn đạt 2258 tỷ đồng. Đặc biệt, khoản tiền và tương đương tiền của Tổng công ty lên đến hơn 973 tỷ đồng; các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn và dài hạn vào các công ty con, công ty liên kết lên đến 2.274 tỷ đồng. Với lượng tiền mặt lớn đảm bảo có thể tài trợ cho các dự án của Tổng công ty trong tương lai.

Dự kiến trong giai đoạn 2016-2020, DVN lên kế hoạch phát triển vùng dược liệu với quy mô hơn 30.000 ha và 1 nhà máy chiết xuất dược liệu tiêu chuẩn GMP.

Ngoài ra, Tổng Công ty và các đơn vị thành viên hiện đang thiếu một hệ thống phân phối dược đạt tiêu chuẩn chất lượng và có khả năng tương tác hoạt động giữa các đơn vị. Vì vậy, dự án xây dựng hệ thống kho bãi và logistics là hết sức cần thiết cho sự phát triển của Tổng công ty và các đơn vị thành viên. Theo đó, DVN lên kế hoạch đầu tư cho 9 dự án từ 2016-2026 với tổng số vốn 3.000 tỷ đồng.

Kế hoạch đầu tư sau khi cổ phần hóa của Vinapharm

STT	Dự án	Tổng VĐT(tỷ đồng)	Thời gian hoạt động của DA(năm)	Thời gian hoàn vốn(năm)	NPV(tỷ đồng)	IRR(%)	Nội NSNN(tỷ đồng)
1	Trung tâm nghiên cứu và phát triển khoa học công nghệ dược	100	30	9	46	13,9	119
2	Cơ sở khám chữa bệnh	100	30	8	24,4	12,8	99
3	Đầu tư vùng dược liệu quy mô 30000ha	1.000	50	11	100,8	10,7	1.877
4	Nhà máy chiết xuất dược liệu	400	30	9	58,5	11,7	365
5	Nhà máy sản xuất nguyên liệu dược	400	30	7	142	15	216
6	Nhà máy sản xuất thuốc chuyên khoa, đặc trị	400	30	8	74,3	12,5	609
7	Nhà máy sản xuất bao bì dược	300	30	6	342	21,5	148
8	Hệ thống kho bãi và logistic	225	30	7	129	15,9	
9	Hoạt động kinh doanh trực tiếp	75	30				
	Tổng	3.000			917,1		3.797,6

■ **Định giá cổ phiếu DVN đang ở mức tương đối hấp dẫn**

Vinapharm tiến hành cổ phần hóa, bán đấu giá cổ phần lần đầu ra công chúng vào 22/6/2016. Toàn bộ 42.557.000 cổ phần mang ra đấu giá được các nhà đầu tư tham gia mua hết với giá đấu thành công bình quân 10.433 đồng/cổ phần. Vinapharm chính thức hoạt động theo hình thức công ty cổ phần từ tháng 12/2016. Từ đó đến nay công ty hoạt động trên vốn điều lệ là 2.370 tỷ đồng. Năm 2016, doanh thu và lợi nhuận của Tổng công ty lần lượt đạt 6.122 tỷ đồng và 642 tỷ đồng. EPS và bookvalue lần lượt đạt 14.298 đồng/cp và 81.620 đồng/cp. Nếu tính trên phần vốn điều lệ mới thì EPS và Bookvalue lần lượt là 2.709 đồng và 15.500 đồng/cp.

Với giá niêm yết lần đầu ở mức 10.400 đồng/cp thì DVN giao dịch với mức P/E và P/B lần lượt đạt 3,84 lần và 0,67 lần (thấp hơn nhiều so với P/E và P/B trung bình ngành 17,95 lần và 2,90 lần). Với một Tổng công ty có quy mô doanh thu và lợi nhuận lớn, cũng như có tiềm lực tài chính lành mạnh so với các công ty trong ngành phân phối dược phẩm. Chúng tôi đánh giá mức P/E và P/B xứng đáng đối với cổ phiếu DVN lần lượt đạt 15 lần và 3 lần.

Mã	Giá CP	Vốn hóa	P/E	P/B
DHG	151.900	13.239	18,28	4,37
DMC	108.000	3.751	27,83	4,03
TRA	105.000	3.627	18,01	3,61
IMP	61.900	2.418	22,88	1,77
DCL	20.500	1.154	13,7	1,69
DVN	19.000	4.503	7,02	1,90
Trung bình			17,95	2,90

Nguồn: MBS tổng hợp

▪ Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi dự phóng ở mức thận trọng với doanh thu trong năm 2017 của DVN đạt 7.040 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 710 tỷ đồng tăng lần lượt 15% và 10,6% so với thực hiện năm 2016, tương đương EPS forward năm 2017 đạt 3.000 đồng/cp (Giá sử trong năm 2017, Tổng công ty giữ nguyên vốn điều lệ đạt 2.370 tỷ đồng), giá trị Bookvalue năm 2017 đạt 15.800 đồng/cp.

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp định giá là so sánh P/E và P/B để định giá cổ phiếu DVN. **Giá hợp lý đối với cổ phiếu DVN là 45.000 đồng/cp. Do đó, chúng tôi khuyến nghị mua cổ phiếu DVN ở mức giá hiện tại.**

TÓM TẮT KQKD BÁO CÁO TÀI CHÍNH

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Đvt: Tỷ VNĐ		
	2015	2016
Doanh thu bán hàng và CCDV	7.381	6.122
Các khoản giảm trừ doanh thu	99	86
Doanh thu thuần	7.281	6.036
Giá vốn hàng bán	6.606	5.487
Lợi nhuận gộp	675	549
Doanh thu hoạt động tài chính	229	345
Chi phí tài chính	166	102
Trong đó: Chi phí lãi vay	94	67
Chi phí bán hàng	361	329
Chi phí quản lý doanh nghiệp	188	116
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	363	484
Thu nhập khác	16	200
Chi phí khác	4	4
Lợi nhuận khác	12	196
Lãi (lỗ) cty liên doanh/liên kết	174	137
Lợi nhuận trước thuế	375	680
Chi phí thuế TNDN hiện hành	25	19
Chi phí thuế TNDN hoãn lại	0	0
Lợi nhuận sau thuế	350	662
Lợi ích của cổ đông thiểu số	3	20
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	347	642

	2015	2016
TÀI SẢN NGẮN HẠN	4.327	4.640
Tiền và tương đương tiền	914	973
Đầu tư tài chính ngắn hạn	196	423
Các khoản phải thu	1.806	1.934
Hàng tồn kho	1.380	1.281
Tài sản ngắn hạn khác	31	29
TÀI SẢN DÀI HẠN	2.458	2.258
Phải thu dài hạn	0	0
Tài sản cố định	437	252
Bất động sản đầu tư	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	1.899	1.851
Lợi thế thương mại	0	0
Tài sản dài hạn khác	76	67
TỔNG TÀI SẢN	6.785	6.897
NỢ PHẢI TRẢ	3.267	3.267
Nợ ngắn hạn	3.182	3.172
Vay và nợ ngắn hạn	1.242	1.185
Phải trả người bán	1.468	1.424
Người mua trả tiền trước	103	102
Nợ dài hạn	84	55
Vay và nợ dài hạn	74	53
VỐN CHỦ SỞ HỮU	3.518	3.671
Vốn đầu tư của CSH	449	449
Thặng dư vốn cổ phần	0	0
Cổ phiếu quỹ	0	0
Lãi chưa phân phối	907	832
Vốn và quỹ khác	629	588
Lợi ích cổ đông thiểu số	30	183
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	6.785	6.898

Liên hệ trung tâm nghiên cứu:

Chuyên viên phân tích: Phạm Văn Quỳnh

Email: Quynh.phamvan@mbs.com.vn

Người kiểm soát: Trần Hoàng Sơn

Email: Son.tranhoang@mbs.com.vn

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
-----------------	---

MUA	$\geq 20\%$
-----	-------------

KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
----------	----------------

PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
--------------------	------------------

KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
--------------	-------------------

BÁN	$\leq -20\%$
-----	--------------

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam, Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp. Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC) và Công ty CP Việt R,E,M,A,X (Viet R,E,M). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán;
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601
Webiste: www.mbs.com.vn