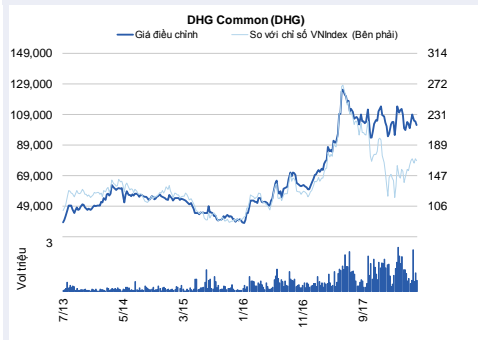


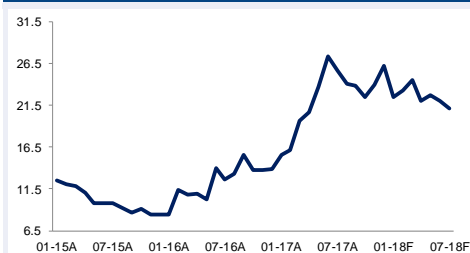
Biểu đồ giá



Thông tin cổ phiếu vào ngày 3/7/2018

Giá cổ phiếu (đồng)	98,200
Số lượng CP niêm yết hiện tại (triệu cp)	131
Số lượng CP đang lưu hành (triệu cp)	131
Giá cao nhất trong 52 tuần (đồng)	118,282
Giá thấp nhất trong 52 tuần (đồng)	86,717
Thay đổi giá trong 3 tháng	10.3%
Thay đổi giá trong 6 tháng	-3.9%
Thay đổi giá trong 12 tháng	-33.7%
Khối lượng CP giao dịch tự do	45.8
GTGD (triệu đồng) (GTTB trong 5 ngày giao dịch gần nhất)	
GT Vốn hóa thị trường (triệu đồng)	12,839,264
GT vốn hóa thị trường (triệu USD)	558
Số lượng được phép sở hữu	131
Số lượng còn được phép mua	69.3
% sở hữu nước ngoài	47.0%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	100%

Biểu đồ P/E



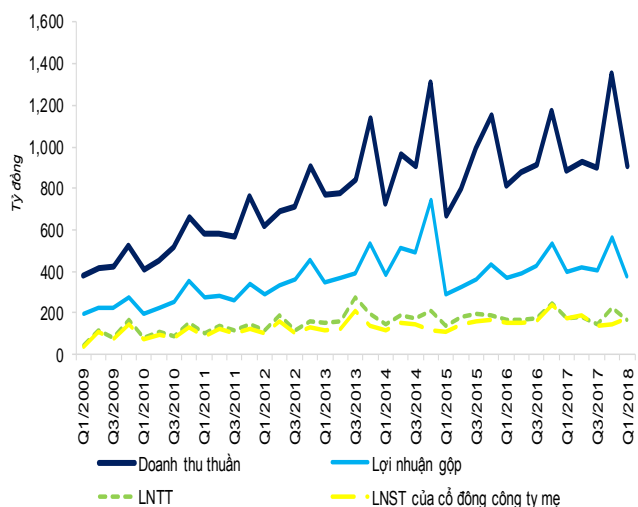
Trưởng bộ phận Ngành công nghiệp
Võ Thị Ngọc Hân, CFA
han.vtn@hsc.com.vn

Tổng quan tài chính	12-16A	12-17A	12-18F	12-19F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	3,783	4,063	4,066	4,290
Tăng trưởng doanh thu thuần	4.9%	7.4%	0.1%	5.5%
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	1,713	1,783	1,880	1,977
Tăng trưởng lợi nhuận gộp	21.2%	4.1%	5.5%	5.1%
EBITDA (tỷ đồng)	784	733	807	851
Tăng trưởng EBITDA	13.1%	(6.6%)	10.2%	5.4%
LNST (tỷ đồng)	647	641	712	743
Tăng trưởng LNST	9.1%	(0.9%)	11.0%	4.4%
LNST của cổ đông cty mẹ (tỷ đồng)	644	641	712	743
Tăng trưởng LNST của cổ đông cty mẹ	9.4%	(0.4%)	11.0%	4.4%
EPS (đồng)	4,485	4,367	4,899	5,115
EPS pha loãng (đồng)	4,485	4,367	4,899	5,115
Tăng trưởng EPS	(6.4%)	(2.6%)	12.2%	4.4%
P/E (lần)	21.9	22.5	20.0	19.2
P/E pha loãng (lần)	21.9	22.5	20.0	19.2
EV/EBITDA (lần)	10.6	17.4	15.5	14.5
P/B (lần)	2.98	4.65	4.28	3.93

Nguồn: Dữ liệu công ty; (F): HSC dự báo

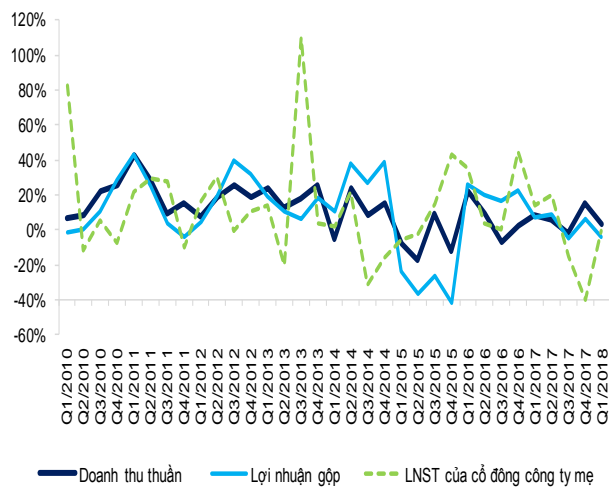
- DHG (Năm giữ) thông báo đã được UBCKNN chấp thuận nói room lên 100%.
- HSC ước doanh thu 6 tháng giữ nguyên so với cùng kỳ trong khi LNTT có thể tăng nhẹ 2,3% so với cùng kỳ.
- Cho năm 2018, HSC giữ nguyên dự báo LNTT tăng trưởng 11,2% - HSC dự báo doanh thu thuần đạt 4.066 tỷ đồng (không đổi so với năm 2017) và LNTT đạt 799.6 tỷ đồng (tăng trưởng 11,2%).
- Giả định số lượng cổ phiếu lưu hành bình quân không thay đổi, thì EPS là 4.899 đồng. P/E dự phóng là 20 lần.
- SCIC vẫn tỏ ra cẩn trọng về thời gian thực hiện thoái vốn. Trong khi đó, Taisho cũng đang chờ đợi cơ hội.
- Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu là 107.756 đồng, tương đương P/E dự phóng năm 2018 là 22 lần.
- Lập lại đánh giá NĂM GIỮ.

DHG – Doanh thu và lợi nhuận theo quý



Nguồn: Dữ liệu công ty

DHG - % tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận theo quý



Nguồn: Dữ liệu công ty

DHG đã được chấp thuận nới room lên 100%. Triển vọng tăng trưởng ở mức vừa phải và câu chuyện M&A là động lực chính cho giá cổ phiếu. Tiếp tục duy trì đánh giá Năm giữ.

DHG (Năm giữ) thông báo đã được UBCKNN chấp thuận nới room lên 100%. TTLK sẽ cập nhật hệ thống và thông báo ngày chính thức nới room. Trong nhận định trước đây của mình, chúng tôi đã đề cập là sau khi nới room, DHG sẽ ngừng mảng thương mại và điều này sẽ không ảnh hưởng nhiều đến lợi nhuận. Trong khi đó việc bàn giao nhà máy Tân Phú Thạnh từ công ty con vào chi nhánh mới thành lập cho phép công ty vẫn được hưởng ưu đãi thuế đối với nhà máy này.

Kết luận nhanh. Tiếp tục duy trì đánh giá Năm giữ. Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu DHG là 107.756 đồng; tương đương P/E dự phóng năm 2018 là 22 lần. Cho năm 2018, HSC dự báo LNST tăng trưởng 11,2%. Động thái nới room đã được dự đoán từ lâu và là động thái tích cực. Vì điều này sẽ tạo điều kiện cho khả năng Taisho Pharmaceutical chào mua công khai thêm cổ phần tại DHG trong thời gian tới vì hiện tại Taisho đã nắm 24,94%.

HSC ước doanh thu 6 tháng giữ nguyên so với cùng kỳ trong khi LNTT có thể tăng nhẹ 2,3% so với cùng kỳ - HSC ước tính doanh thu thuần 6 tháng đạt 1.800 tỷ đồng, giữ nguyên so với cùng kỳ và LNTT đạt 360 tỷ đồng (tăng 2,3% so với cùng kỳ). Trong đó, HSC ước tính trong 6 tháng đầu năm:

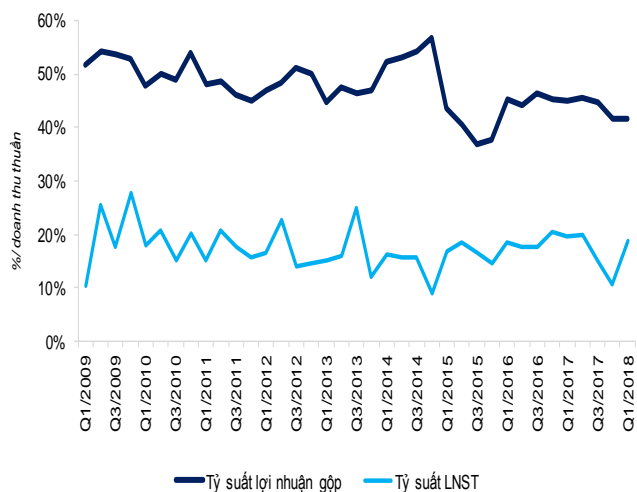
- Doanh thu thuốc tự sản xuất tăng 5,4% so với cùng kỳ lên 1.474 tỷ đồng.
- Doanh thu phân phối thuốc giảm 22% so với cùng kỳ xuống còn 298 tỷ đồng.

Doanh thu không tăng do doanh thu phân phối thuốc trong Q2 giảm mạnh do công ty hầu như ngừng hoàn toàn hoạt động phân phối thuốc từ nửa cuối năm nhằm phục vụ việc nới room. Theo đó công ty đã hoàn thành 44,8% kế hoạch doanh thu và 46,9% kế hoạch lợi nhuận cả năm.

Chúng tôi thấy mảng kinh doanh cốt lõi đã có những điểm cải thiện, gồm:

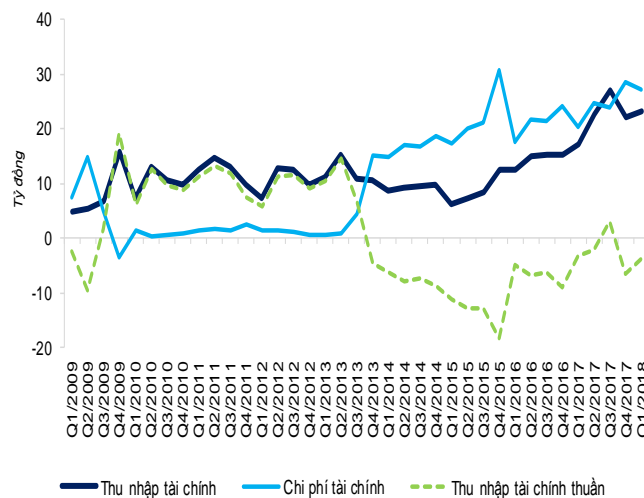
- Cơ cấu doanh thu được cải thiện – Sản phẩm thuốc tự sản xuất nhiều khả năng chiếm 81,9% doanh thu thuần (6 tháng đầu năm ngoài là 77,4%). Trong khi đó tỷ trọng doanh thu phân phối thuốc giảm mạnh xuống chỉ còn 16,6% trong tổng doanh thu thuần từ mức là 21,1% cùng kỳ năm ngoài. Xu hướng này bắt đầu xuất hiện từ Q2 do khi công ty ngừng hoạt động phân phối thuốc. Riêng trong Q2, thuốc sản xuất chiếm 90% doanh thu thuần trong khi trong Q1 năm nay là 71,2% và trong Q2 năm ngoài là 79,4%.
- Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng – Như đã đề cập trong báo cáo trước đây, tỷ suất lợi nhuận thuốc sản xuất cao gấp 6-9 lần tỷ suất lợi nhuận phân phối thuốc. Theo đó HSC dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp 6 tháng đầu năm có thể sẽ cải thiện nhẹ lên 46% từ mức 45,15% trong 6 tháng đầu năm ngoài và mức 41,7% trong Q1 năm nay.

DHG – Tỷ suất lợi nhuận gộp và tỷ suất LNST



Nguồn: Dữ liệu công ty

DHG – Thu nhập tài chính và chi phí tài chính theo quý



Nguồn: Dữ liệu công ty

- Hợp tác với Taisho đang đem lại hiệu quả nhờ có hoạt động chuyển giao công nghệ, nghiên cứu phát triển, sự gia tăng tiềm năng xuất khẩu và hoạt động quản trị chuỗi cung ứng được cải thiện. Nhờ sự hỗ trợ của Taisho, DHG có thể áp dụng tiêu chuẩn khu vực cho các nhà máy của mình, chẳng hạn như (1) PIC/s of Malaysia cho sản phẩm non beta-lactam (2) PMDA của Nhật Bản cho sản phẩm non beta-lactam với ngân sách rất tiết kiệm. Đối với tiêu chuẩn PIC/s, hiện DHG đang chờ Bộ Y tế Malaysia cấp chứng nhận cho dây chuyền Hapacol trước cuối năm nay. Về tiêu chuẩn PMDA, ở giai đoạn đầu, DHG sẽ lựa chọn một số sản phẩm và dây chuyền sản xuất để áp dụng tiêu chuẩn này. Sau đó, công ty sẽ nâng cấp các sản phẩm chiến lược lên tiêu chuẩn cao hơn là EU-GPM trong tương lai gần.

LNTT 6 tháng đầu năm ước đạt 360 tỷ đồng, tăng 2,3% so với cùng kỳ từ 352 tỷ đồng trong 6 tháng đầu năm ngoái – Lợi nhuận tăng nhẹ 2,3% so với cùng kỳ chủ yếu nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp được cải thiện mặc dù doanh thu giữ nguyên so với cùng kỳ. Tuy nhiên LNST giảm 9,5% so với cùng kỳ xuống còn 324 tỷ đồng từ 359 tỷ đồng trong 6 tháng đầu năm 2017 do chi phí thuế TNDN tăng. Trong 6 tháng đầu năm nay, DHG sẽ chịu mức thuế suất thuế TNDN là 10%.

Chỉ riêng Q2, HSC ước tính doanh thu thuần đạt 891 tỷ đồng (giảm 3,7% so với cùng kỳ) và LNTT đạt 189 tỷ đồng (tăng 5% so với cùng kỳ) – Doanh thu giảm chủ yếu do doanh thu mảng thương mại giảm mạnh 72% so với cùng kỳ trong khi mảng thuốc tự sản xuất tăng mạnh 12,7% so với cùng kỳ. Tỷ suất lợi nhuận gộp Q2 ước tính sẽ tăng lên 48,5% từ 45,5% trong cùng kỳ năm ngoái. LNTT dự báo tăng chủ yếu nhờ cơ cấu danh mục sản phẩm tốt hơn, theo đó tỷ suất lợi nhuận gộp tăng.

HSC dự báo 2018

Cho năm 2018, HSC giữ nguyên dự báo LNTT tăng trưởng 11,2% - HSC dự báo doanh thu thuần đạt 4.066 tỷ đồng (không đổi so với năm 2017) và LNTT đạt 799.6 tỷ đồng (tăng trưởng 11,2%). Như chúng tôi đã đề cập trên đây, doanh thu không đổi là do các hoạt động thương mại giảm. Công ty sẽ không còn tham gia phân phối các sản phẩm thương mại không phải là sản phẩm được sản xuất từ các nhà máy của công ty mẹ.

1. Doanh thu tăng trưởng 7,1% hoàn toàn nhờ thuốc tự sản xuất với sự tăng trưởng của thuốc khác không phải kháng sinh như Nattoenzym, Apitim và Naturenz.
2. Chúng tôi giả định công suất hoạt động của nhà máy betalactam mới bình quân là 65-70% (công suất hoạt động năm 2017 là 60%).
3. Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng nhẹ lên 46,25% từ 43,9% trong năm 2017 vì không còn mảng thuốc kinh doanh có tỷ suất lợi nhuận thấp như đề cập trên đây.

4. Lỗ tài chính thuần tăng giảm còn 2,7 tỷ đồng từ 8,9 tỷ đồng trong năm 2017.
5. Chi phí bán hàng và quản lý tăng 2,1% tăng lên 1.073 tỷ đồng. Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý/ doanh thu khi đó sẽ là 26,4% so với mức 25,9% trong năm 2017.

Theo đó, HSC dự báo LNTT và LNST lần lượt là 799,6 tỷ đồng (tăng trưởng 11,2%) và 711,5 tỷ đồng (tăng trưởng 10,8%). Giả định số lượng cổ phiếu lưu hành bình quân không thay đổi, thì EPS là 4.899 đồng. P/E dự phóng là 20 lần.

Mảng phân phối thuốc đóng góp đến lợi nhuận không đáng kể do tỷ suất lợi nhuận mảng này thấp. Trong khi đó, DHG đang tập trung phát triển thị trường xuất khẩu như Lào, Myanmar và Campuchia và Malaysia do mức độ cạnh tranh trên thị trường trong nước đang tăng lên.

SCIC vẫn tỏ ra cẩn trọng về thời gian thực hiện thoái vốn. Trong khi đó, Taisho cũng đang chờ đợi cơ hội – Mặc dù ủng hộ đề xuất nới room của DHG, lộ trình SCIC thoái 43,31% cổ phần tại DHG có vẻ như sẽ kéo dài trong 2-3 năm. Với thực tế việc nới room gần như đã hoàn tất, Taisho, cổ đông hiện nắm 24,94% cổ phần hoàn toàn có thể chào mua công khai. Trên thực tế, đầu tháng 6 vừa qua, Taisho đã mua thêm 650.000 cổ phiếu DHG và tăng tỷ lệ sở hữu lên 24,94% từ 24,44% trước đó.

HSC ước tính tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng là 23% cùng với 9% sở hữu của các cổ đông lớn khác và ban điều hành. Theo đó, nếu Taisho chào mua với mức giá hấp dẫn, chúng tôi giả định công ty này có thể mua thêm tới 23% - 32% cổ phần. Từ đó nâng tỷ lệ sở hữu tại DHG lên khoảng 48% - 57%. Chúng tôi dự báo cổ đông này mong muốn mức cổ phần trên 51%.

Về giá bán, HSC lưu ý rằng trong các thương vụ M&A ở khu vực giữa các công ty dược phẩm (chúng tôi lựa chọn 7 trường hợp) được thực hiện trong vài năm qua, mức định giá EV/EBITDA dao động từ 17-19 lần. Theo đó, trong trường hợp của DHG, giá chào bán có thể là 130.000 – 145.000đ/cp. Chúng tôi cũng lưu ý một giao dịch cho so sánh được thực hiện trước đó là thương vụ bán 40% cổ phần tại Traphaco vào năm ngoái (P/E là 24,5 lần). Tuy nhiên, thông tin cụ thể về giá bán vẫn chưa được công bố. Mặc dù vậy, chúng tôi hiểu rằng giá bán dao động ở mức đề cập trên vì đối với việc nâng tỷ lệ sở hữu lên mức cao chi phối, thì giá mua có thể sẽ ở một mức giá cao hơn giá thị trường.

Trong khi đó, việc SCIC ủng hộ nới room có thể xem là bằng chứng cho thấy ý định thoái vốn của cơ quan này.

Quan điểm đầu tư

Lập lại đánh giá NĂM GIỮ. Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu là 107.756 đồng, tương đương P/E dự phóng năm 2018 là 22 lần. Cổ phiếu hiện giao dịch với P/E dự phóng năm 2018 là 20,4 lần, thấp hơn 7,2% so với mức giá hợp lý theo ước tính của chúng tôi. Việc Taisho tỏ rõ ý định muốn tăng sở hữu tại DHG giúp câu chuyện M&A vẫn “nóng” và đây sẽ là động lực chính hỗ trợ giá cổ phiếu trong trung hạn. Do đó, giá cổ phiếu có thể tăng vượt giá trị hợp lý theo ước tính của chúng tôi trong 6 tháng cuối năm khi các yếu tố căn bản không còn quan trọng bằng chủ đề M&A nêu trên.

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi HSC hoặc một trong các chi nhánh để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Giá cả và các công cụ tài chính có thể thay đổi mà không báo trước. HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào. Cán bộ của HSC có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Các công cụ tài chính được đề cập trong báo cáo có thể sẽ không phù hợp với tất cả nhà đầu tư. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình bằng cách tham khảo các nhà tư vấn tài chính độc lập nếu cần thiết và dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Khi sử dụng các nội dung đã được HSC chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Khuyến cáo này và theo quy định của pháp luật.

GIẢI THÍCH CÁC MỨC ĐÁNH GIÁ CỔ PHIẾU

- MUA: Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích vượt thị trường chung trên 10%/năm
- KHẢ QUAN: Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích vượt thị trường chung 10%/năm
- GIỮ: Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích bằng với thị trường chung
- KÉM KHẢ QUAN: Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích kém hơn thị trường chung 10%/năm
- BÁN: Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích kém hơn thị trường chung trên 10%/năm



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T : (+84 28) 3823 3299
F : (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn