

CTCP DOMESCO (HSX- DMC)

Tái cấu trúc hứa hẹn đem lại nhiều chuyển biến

- Domesco có vị thế tương đối lớn trong ngành dược nội địa
- Chiến lược tái cấu trúc đem lại nhiều thay đổi đáng kể đối với Domesco
- Hai giải pháp tái cấu trúc trong ngắn hạn sẽ phát huy tác dụng trong năm 2015

Quan điểm:

Domesco là một trong những doanh nghiệp tân dược lớn và lâu đời tại Việt Nam. Hoạt động kinh doanh của Công ty khá tốt nhưng chưa thực sự hiệu quả khi duy trì danh mục sản phẩm dàn trải và năng lực sản xuất còn hạn chế. Các chiến lược tái cấu trúc trong ngắn hạn và dài hạn của DMC trong một năm trở lại đây đều xoay quanh hai trở ngại này. Danh mục sản phẩm được tái cơ cấu theo hướng ưu tiên sản phẩm tự sản xuất với biên lợi nhuận gộp cao. Chiến lược kinh doanh theo số lượng sản phẩm đã được thay thế bằng chiến lược tập trung chất lượng và hiệu quả kinh doanh. Chính vì vậy, hoàn thành mục tiêu tăng trưởng doanh thu trong hai năm gần đây lại trở nên khó khăn hơn so với mục tiêu tăng trưởng lợi nhuận.

Về dài hạn, kế hoạch xây dựng nhà máy mới với tổng vốn đầu tư từ 250-300 tỷ đồng sẽ là yếu tố đáng chờ đợi của DMC. Nhà máy sẽ bắt đầu xây dựng từ cuối 2015 và dự kiến đi vào hoạt động từ 2017. Chúng tôi cho rằng những thủ tục nâng chuẩn lên GMP-EU và PIC/s sẽ là thử thách không nhỏ với DMC. Ngoài ra, chúng tôi cũng cho rằng hai cổ động chiến lược CFR, Abbott sẽ dần tham gia sâu hơn trong hoạt động quản lý của DMC. Do vậy, nếu nhà máy mới nhận được sự hỗ trợ tích cực từ cổ đông chiến lược Abbott thì nỗi lo về thời gian hoàn thành sẽ giảm đi phần nào.

Với những chuyển biến tích cực từ chiến lược tái cấu trúc, chúng tôi cho rằng triển vọng dài hạn của DMC khá lạc quan. Đặc biệt, sự thay đổi cơ cấu sở hữu sẽ là câu chuyện đáng lưu tâm của DMC khi việc thoái vốn của SCIC (~35%) vẫn còn bỏ ngỏ và sự tham gia sâu hơn của Abbott và CFR có thể xảy ra sau đó. Trong khi đó, về ngắn hạn, hoạt động cơ cấu danh mục sản phẩm và kiểm soát chi phí hoạt động sẽ là động lực chính duy trì đà tăng trưởng cho DMC. Sử dụng một cách thận trọng phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp P/E, chúng tôi xác định mức giá hợp lý đối với cổ phiếu DMC là **49.000 VND/cp**, thấp hơn mức giá đóng cửa ngày 30/10/2015 là 20%. Với mức giá này, chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** cổ phiếu DMC trong **TRUNG HẠN**.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2013	FY2014	Lũy kế 6T	FY2015F	FY2016F
Doanh thu thuần	1.429,6	1.486,1	546,6	1.560,4	1.630,6
% tăng trưởng	13,4%	3,9%	-29,2%	5,0%	4,5%
Lợi nhuận sau thuế	107,5	132,3	67,3	145,7	161,0
%tăng trưởng	19,2%	23,1%	4,2%	10,1%	10,5%
Tỷ suất LNST (%)	7,5%	8,9%	12,3%	9,3%	9,9%
ROA (%)	11,8%	13,8%		14,9%	15,0%
ROE (%)	18,0%	19,6%		19,0%	18,6%
EPS (VND)	6.037	4.953		5.453	6.025
EPS đ/chỉnh (VND)	6.037	4.953		5.453	6.025
Giá trị sổ sách (VND)	35.195	27.021		30.499	34.124
Cổ tức tiền mặt (VND)	2.200	1.800		1.800	2.200
P/E (x)	7,8	8,3		7,5	6,8
P/BV (x)	1,3	1,5		1,3	1,2

Nguồn: DMC, RongViet Securities, *Giá cổ phiếu@30/10/2015

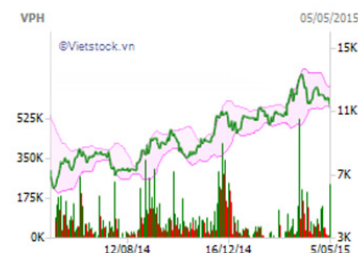
TÍCH LŨY

Giá thị trường (VND)	41.000
Giá mục tiêu (VND)	49.000
Thời gian đầu tư	TRUNG HẠN

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Dược phẩm
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.028,48
SLCP DLH (cp)	26.713.797
Beta	0,67
Free Float (%)	9,98
Giá cao nhất 52 tuần*	43.400
Giá thấp nhất 52 tuần*	36.200
KLGD bình quân 20 phiên	19.954

*Giá điều chỉnh



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
DMC	0,7	3,5	169,7
Dược phẩm	-1,6	9,5	53
VN30 Index	-3	3,1	55,8
VNIndex	-5	1,3	34,9

Cổ đông lớn (%)*

CFR International SPA	45,9
SCIC	34,7
Deutsche Bank Aktiengesellschaft & Deutsche Investment Management Americas Inc	4,9
Quỹ Đầu tư Chứng khoán Y tế Bản Việt (VCHF)	4,5
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	32,8

*Chốt ngày 30/10/2015

Bùi Thị Tâm

(084) 08- 6299 2006 – Ext 1315

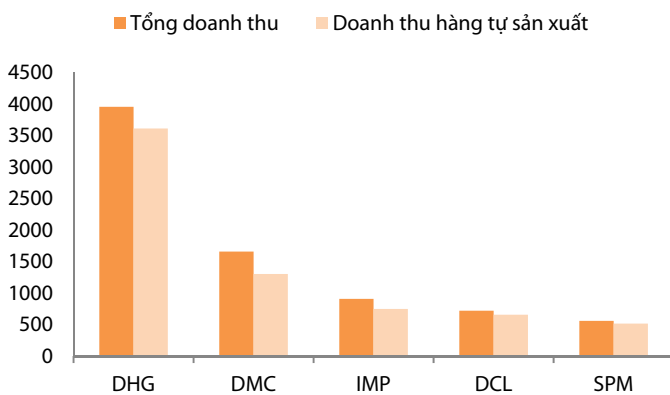
tam.bt@vdsc.com.vn

Domesco có vị thế tương đối lớn trong ngành dược nội địa

Xét về giá trị hàng tự sản xuất

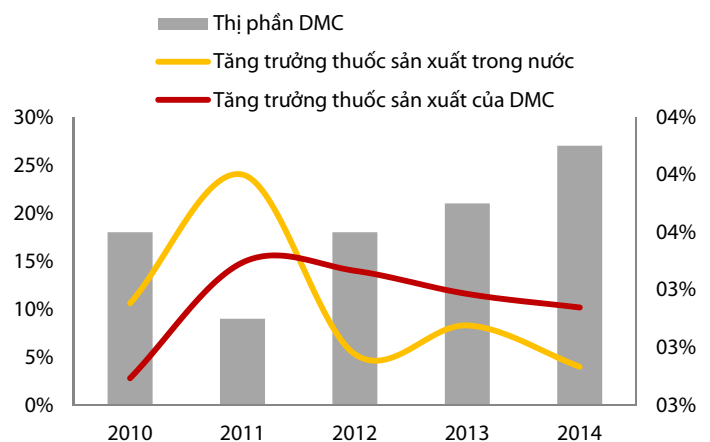
Domesco là công ty sản xuất thuốc tân dược lớn thứ 2 thị trường, chỉ sau DHG. So sánh với một số công ty dược lớn khác như IMP, DCL, SPM thì giá trị hàng tự sản xuất của DMC vẫn lớn hơn ít nhất khoảng 50%. Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy tăng trưởng ngành dược phẩm nội địa đang có sự chứng lại ở một con số từ năm 2012. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng thuốc sản xuất của DMC vẫn duy trì đều và ổn định ở hai con số.

Đồ thị 1: Tổng doanh thu và doanh thu hàng tự sản xuất của một số công ty tân dược trong năm 2014 (tỷ đồng)



Nguồn: DMC, RongViet Research

Đồ thị 2: Tăng trưởng thuốc sản xuất trong nước và DMC từ 2010-2014 (%)



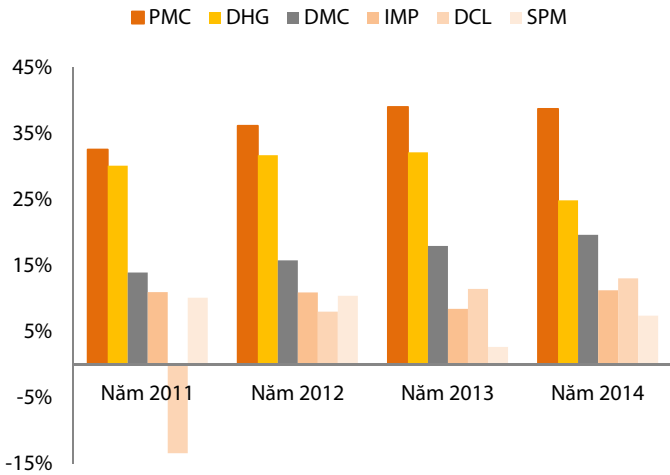
Nguồn: DMC, RongViet Research

Nhìn vào danh mục sản phẩm của DMC, phần lớn sản lượng và doanh số đều đến từ thuốc kháng sinh (trên 50%). Đây đồng thời cũng là sản phẩm chủ lực của những doanh nghiệp tân dược lớn khác như DHG, IMP (đều trên 50%). Về lợi thế cạnh tranh ở dòng thuốc kháng sinh, có thể thấy Công ty không có nhiều nổi trội. Tuy nhiên, Domesco lại được nhắc đến với các dòng thuốc điều trị tim mạch và hô hấp. Các sản phẩm này thường có giá thấp hơn sản phẩm ngoại từ 20-30%; do vậy, thường được ưa chuộng hơn tại phân khúc bình dân.

Xét về các chỉ số hoạt động

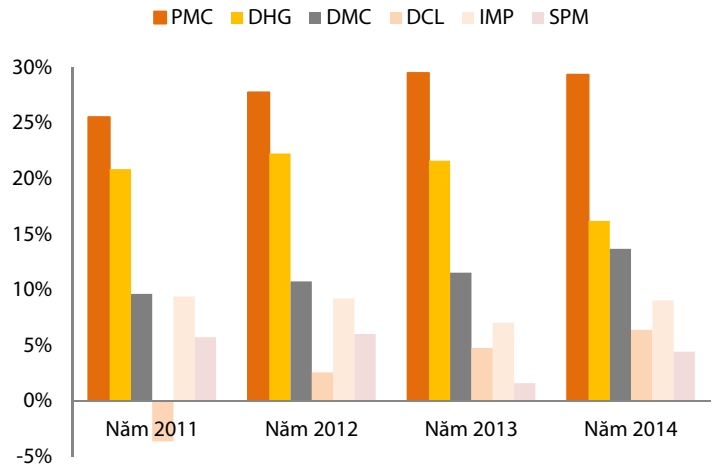
Đánh giá về hiệu quả hoạt động, các chỉ số ROA, ROE của DMC ở mức khá tốt trong các công ty sản xuất thuốc tân dược. Trong giai đoạn 2011-2014, cả hai chỉ số này đều xếp vị trí thứ 3, chỉ sau PMC và DHG.

Đồ thị 3: Chỉ tiêu ROE của một số doanh nghiệp tân dược từ 2011-2014 (%)



Nguồn: DMC, RongViet Research

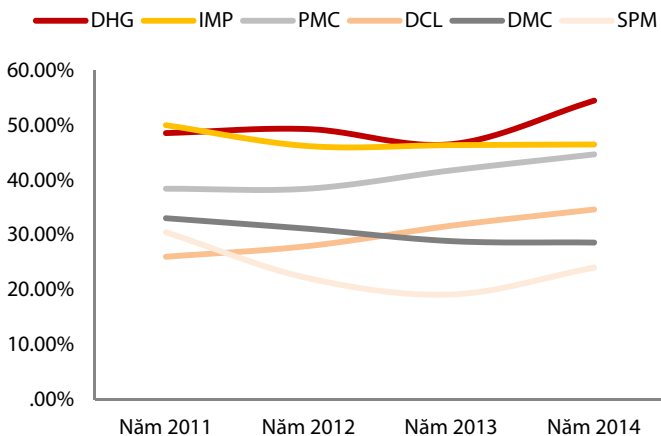
Đồ thị 4: Chỉ tiêu ROA của một số doanh nghiệp tân dược từ 2011-2014 (%)



Nguồn: DMC, RongViet Research

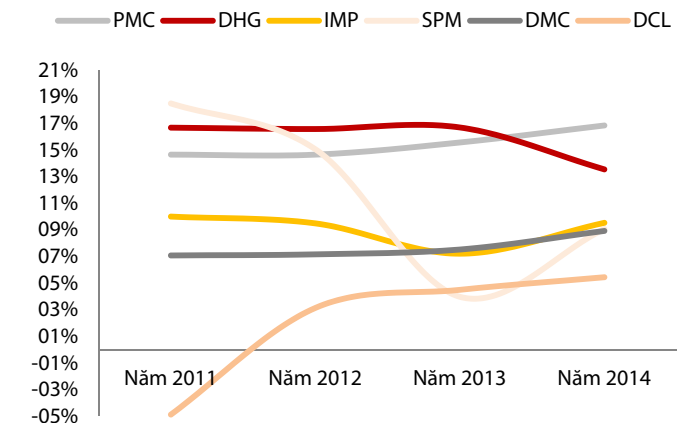
Những chỉ số tài chính tích cực về hiệu quả hoạt động phần nào nhờ vào khả năng kiểm soát chi phí của doanh nghiệp. Thực chất, biên LN gộp của DMC khá thấp so với các doanh nghiệp tân dược khác, vào khoảng hơn 30% so với trung bình 42% trong ngành; trong khi đó, chỉ số biên LN ròng của doanh nghiệp trong giai đoạn từ 2011-2014 (~8%) thấp hơn trung bình ngành (11%) nhưng lại cho thấy sự ổn định và thậm chí có chiều hướng cải thiện.

Đồ thị 5: Chỉ tiêu biên LN gộp của các công ty tân dược từ 2011-2014 (%)



Nguồn: DMC, RongViet Research

Đồ thị 6: Chỉ tiêu biên LN ròng của các công ty tân dược từ 2011-2014 (%)



Nguồn: DMC, RongViet Research

Để dàng nhận thấy trong hai năm 2013 và 2014, chỉ tiêu biên LN ròng của hầu hết các doanh nghiệp biến động mạnh. Ngay cả những công ty đầu ngành như DHG cũng chịu ảnh hưởng. Kết quả là, LNST năm 2014 của DHG, lần đầu tiên tăng trưởng âm sau nhiều năm duy trì mức hai con số. Ngược lại, 2014



lại là năm tăng trưởng ấn tượng về LNST của DMC. Kết quả này là nhờ hàng loạt các biện pháp tái cấu trúc từ quản lý đến danh mục sản phẩm của DMC.

Chiến lược tái cấu trúc đem lại nhiều thay đổi đáng kể đối với Domesco

Chiến lược tái cấu trúc trong ngắn hạn tập trung thay đổi cơ cấu sản phẩm theo hướng hiệu quả và kiểm soát chi phí hoạt động

Tái cấu trúc giữa các nhóm sản phẩm để cải thiện biên LN gộp

Nhận thấy tỷ suất sinh lợi gộp tương đối kém hiệu quả, DMC đã tái cấu trúc danh mục sản phẩm vốn khá đa dạng. Chiến lược của Công ty là tập trung vào các nhóm mang lại hiệu quả kinh tế cao; đồng thời, loại bỏ dần những mặt hàng có biên LN gộp nhỏ hơn 20%. Mặc dù không công bố cụ thể nhưng chúng tôi nhận thấy sự chuyển dịch giữa những nhóm hàng có tỷ trọng lớn. Cụ thể, có đến 3 danh mục sản phẩm tăng tỷ lệ đóng góp từ 1-2%, trong khi đó, có đến 4 nhãn hàng giảm từ 1-3% so với năm trước.

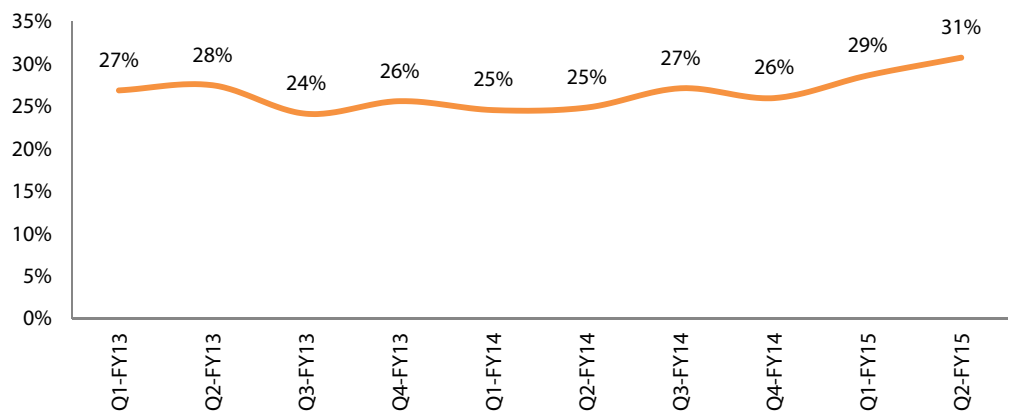
Bảng 1: Cơ cấu theo danh mục sản phẩm trong 2 năm 2013 và 2014

Cơ cấu sản phẩm	2013	2014	% thay đổi
Danh mục A	29,0%	31,0%	2,0%
Danh mục B	23,0%	22,0%	-1,0%
Danh mục C	7,0%	4,0%	-3,0%
Danh mục D	5,0%	6,0%	1,0%
Danh mục NEW	0,1%	0,0%	-0,1%
Danh mục SPE	24,0%	23,0%	-1,0%
Danh mục H&F	2,0%	2,0%	0,0%
Danh mục DEL	1,0%	1,0%	0,0%
Danh mục GC	6,0%	8,0%	2,0%
Danh mục XK	3,0%	2,0%	-1,0%

Nguồn: DMC, RongViet Research

Nhờ chiến lược này, biên LN gộp của DMC trong 6T đầu năm dần cho thấy cải thiện rõ rệt, tăng từ 27% (6T2014) lên 34% (6T2015). Quan sát diễn biến của chỉ tiêu này, chúng tôi cũng nhận thấy những thay đổi tích cực bắt đầu xuất hiện từ Q3/2014.

Đồ thị 7: Diễn biến chỉ tiêu tỷ suất sinh lợi gộp của DMC từ Q1/2013 đến Q2/2015 (%)



Nguồn: DMC, RongViet Research



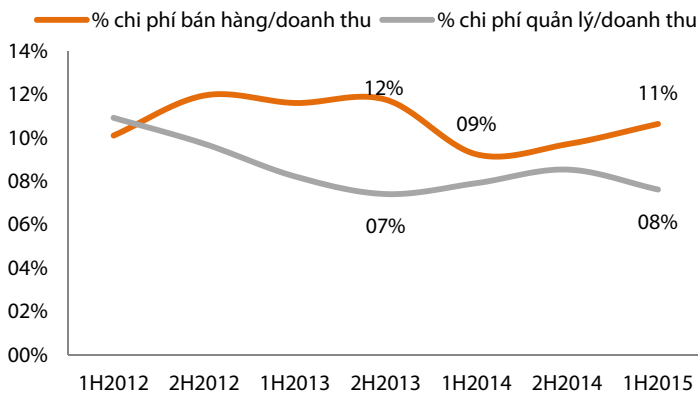
Trước sự cạnh tranh gay gắt, đặc biệt trong phân khúc OTC, việc hoàn thành kế hoạch tăng trưởng doanh thu của các công ty trong ngành trở nên khó khăn. Khi đó, tăng trưởng lợi nhuận trong ngắn hạn phần lớn nhờ vào khả năng kiểm soát giá vốn cũng như các chi phí sản xuất trong kỳ. Do vậy, phương án tái cơ cấu danh mục sản phẩm nhằm tăng tỷ suất sinh lời đang được nhiều doanh nghiệp áp dụng. Chúng tôi nhận thấy phương án này khá phù hợp trong bối cảnh hiện nay. Tuy vậy, thay đổi chiến lược kinh doanh theo số lượng sang chất lượng vô hình chung có thể tạo áp lực cho đội ngũ bán hàng khi chỉ tiêu tăng trưởng doanh số hàng năm đặt ra đều xấp xỉ 10%. Do vậy, nếu việc áp dụng này quá nhanh và đột ngột thì những biến động nhân sự có thể xảy ra làm ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh. Nhìn vào tiến độ thay đổi danh mục, chúng tôi vẫn chưa quan ngại về khả năng xảy ra trường hợp trên.

Tái cấu trúc thông qua kiểm soát các loại chi phí hoạt động

Không chỉ cơ cấu danh mục sản phẩm, chi phí hoạt động cũng được quản lý rất chặt chẽ. Quan sát từ 2012 đến nay, chúng tôi nhận thấy chi phí quản lý trong nửa đầu năm thường cao hơn hai quý cuối do những khoản lương thưởng Tết. Ngược lại, chi phí bán hàng trong nửa cuối năm lại nhiều hơn vì rơi vào thời điểm đánh giá hiệu quả hoạt động sau khi kết thúc một năm. Tuy nhiên, từ cuối năm 2014 đến nay, các chi phí này đều giảm đáng kể trong tương quan với các năm trước. Cụ thể, tỷ trọng chi phí quản lý trên tổng doanh thu trong 6T2015 chỉ khoảng 7,6%; tỷ trọng này đối với chi phí bán hàng cũng ở mức thấp (10,6%) với tổng chi phí lương nhân viên bán hàng giảm 25% cùng kỳ. Như vậy, có thể thấy Công ty đang quản lý rất chặt các loại chi phí này.

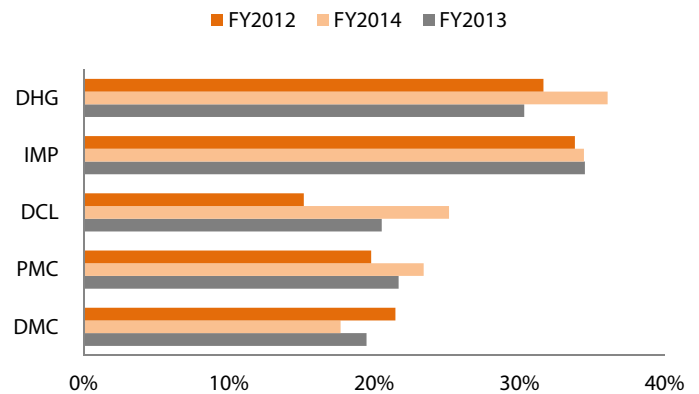
Chi phí bán hàng của hầu hết doanh nghiệp đều gia tăng đáng kể từ 2014 nhằm “mở đường” cho tăng trưởng trước sự cạnh tranh gay gắt trong ngành. Tuy nhiên, cả chỉ tiêu chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp của DMC hiện vẫn thấp hơn nhiều so với trung bình ngành.

Đồ thị 8: Tỷ lệ % chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp trên doanh thu từ 6T2012-6T2015 (%)



Nguồn: DMC, RongViet Research

Đồ thị 9: Tỷ trọng chi phí hoạt động của DMC và các doanh nghiệp tân được từ 2011- 6T2015 (%)



Nguồn: DMC, RongViet Research

Như chúng tôi đã đề cập, việc kiểm soát tốt các chi phí hoạt động giúp DMC luôn duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định trong các năm qua. Tuy nhiên, sự sụt giảm các loại chi phí từ năm 2014 đến nay đều trên mức 20%. Thu nhập của ban giám đốc bao gồm lương, thù lao và các khoản thu nhập khác cũng giảm từ 20-25%. Chúng tôi kỳ vọng những chi phí tiết kiệm được là do kết quả của tái cấu trúc nâng cao hiệu suất lao động chứ không phải là thắt chặt phúc lợi người lao động. Cùng với việc lựa chọn các sản phẩm có biên LN tốt thay vì dàn trải như trước, DMC chủ trương ưu tiên phát triển nguồn nhân sự cho hoạt động kinh doanh và cắt giảm các khối hỗ trợ, sản xuất. Vì vậy, bộ máy sản xuất được tinh giản; chi phí



lương của nhân viên sản xuất và chi phí lương nhân viên bán hàng cũng tiết giảm đáng kể. Như vậy, có thể thấy, chiến lược này góp phần cải thiện năng lực sản xuất cho DMC. Chúng tôi cũng nhận thấy việc tái cấu trúc đã được nhiều doanh nghiệp được trên thế giới áp dụng từ nhiều năm trước và ngành dược Việt Nam đang bắt đầu xu hướng này ([xem thêm phụ lục](#))

Chiến lược tái cấu trúc trong dài hạn tập trung thay đổi cơ cấu quản lý và năng lực sản xuất

Tái cấu trúc bộ máy quản lý

Sự chuyển biến lớn nhất đối với DMC trong vài năm trở lại đây chính là bộ máy quản lý. CFR, một trong những công ty dược lớn tại khu vực Mỹ La tinh, đã trở thành cổ đông lớn của Công ty từ cuối năm 2011, với tỷ lệ sở hữu khoảng 45,9%. Tuy nhiên, việc quản lý chỉ bắt đầu có sự can thiệp sâu của CFR kể từ năm 2014, tức hơn hai năm sau đó. Kết quả là, bà Lưu Thị Hương Giang, đại diện cho CFR tại Việt Nam, được bầu làm tổng giám đốc của DMC và bắt đầu có những chiến lược mới như việc tái cơ cấu danh mục sản phẩm. Bên cạnh đó, CFR cũng có những hỗ trợ ban đầu đối với DMC trên thị trường xuất khẩu khi từ Q3/2014 thị trường Peru và Venezuela có những đóng góp đầu tiên vào doanh số. Mặc dù doanh thu xuất khẩu chỉ chiếm 3% tổng doanh thu nhưng với việc mở rộng thị trường tại khu vực Mỹ La tinh, DMC đã đứng vị trí thứ 2 về xuất khẩu trong các doanh nghiệp dược VN.

Cuối năm 2014, cùng với thương vụ M&A giữa CFR và Abbott, Công ty, đồng thời, cũng tiếp nhận gián tiếp cổ đông chiến lược Abbott. Hiện tại, tập đoàn Abbott Hoa Kỳ đã sở hữu trên 99% cổ phần của CFR. Abbott cũng cử ông Andrew Hamish làm thành viên HĐQT. Tuy nhiên, tương tự như CFR, một sự can thiệp sâu có lẽ sẽ mất ít nhất 2 năm. Điều này cũng khá trùng hợp với thời điểm bắt đầu xây dựng nhà máy mới. Với những kế hoạch xây dựng cũng như nâng chuẩn nhà máy, sự tham gia của Abbott về dài hạn sẽ là điểm đáng kỳ vọng nhất của DMC.

Xem xét những thương vụ sáp nhập của Abbott trong thời gian qua, chúng tôi nhận thấy những thành quả rõ rệt sau M&A và Piramal là một ví dụ điển hình. ([xem phần phụ lục](#)).

Nhà máy mới- gỡ nút thắt cho bài toán năng lực sản xuất của DMC

Nếu như việc cơ cấu danh mục sản phẩm, kiểm soát chi phí mang tính chất giải pháp tức thời thì đầu tư nhà máy, nâng cao chất lượng là xu thế của nhiều công ty dược hiện nay. Xét về sản lượng sản xuất từ năm 2011-2014, sản lượng sản xuất của DMC luôn ở mức cao (top 3). Tuy nhiên, cả ba nhà máy chính đều trong tình trạng hoạt động hết công suất. Giới hạn về năng lực sản xuất chính là điểm yếu của DMC trong vài năm gần đây.

Bảng 2: Công suất khả dụng và công suất thực tế của các nhà máy

Nhà máy	Công suất 2013 (Triệu dvsp)	% công suất khả dụng
Non-Betalactam	1.108	95-96%
Penicilline	236	94%
Cephalosporin	172	86%
Thành phẩm từ dược liệu	46	12-19%
Chế phẩm từ dược liệu	31 tấn	
Thực phẩm chức năng	139	

Nguồn: DMC, RongViet Research

Do vậy, việc đầu tư nhà máy mới, với giá trị 250-300 tỷ đồng sẽ tháo gỡ nút thắt về khả năng sản xuất của DMC. Nhà máy Non-Betalactam mới này sẽ có 4 dây chuyền sản xuất theo chuẩn PIC/s và 1 dây chuyền sản xuất theo chuẩn EU với công suất thiết kế 3 tỷ đơn vị sản phẩm (gấp 3 lần công suất hiện tại). Thời gian khởi công dự kiến vào cuối năm 2015 và có thể đi vào hoạt động trong vòng 2 năm tiếp

theo. Chúng tôi cho rằng việc xây dựng 5 dây chuyền sản xuất với những tiêu chuẩn khắt khe hiện nay như GMP-EU và PIC/s sẽ là thách thức không nhỏ đối với DMC, đặc biệt chỉ trong thời gian 2 năm. Cùng trường hợp tương tự, Imexpharm nâng cấp chuẩn nhà máy Penicillin và Cephalosporin từ GMP-WHO lên GMP-EU cũng mất ít nhất 2 năm mặc dù đã hoàn thành việc xây dựng nhà máy. Tuy nhiên, giả sử có sự hỗ trợ của Abbott thì con đường cấp chuẩn nhà máy của DMC sẽ thuận lợi đáng kể hơn các DN dược khác nhờ kinh nghiệm của một tập đoàn dược lớn như Abbott.

Như vậy, nếu nhà máy mới Non-Betalactam đi vào hoạt động thì DMC sẽ (1) cải thiện đáng kể năng lực sản xuất hiện tại (gấp 3 lần); nhờ vậy, tạo động lực tăng trưởng ở cả thị trường nội địa và xuất khẩu (2) nâng cao giá bán thuốc nhờ chuẩn chất lượng thay đổi; sự chênh lệch giữa giá thuốc tiêu chuẩn GMP-WHO và GMP-EU hay PIC/s hiện nay có thể lên đến hơn 20%. Mặt khác, với hai tiêu chuẩn chất lượng mới này, khả năng trúng thầu tại hệ điều trị ETC sẽ cao hơn đáng kể. Hiện nay, tỷ lệ doanh thu kênh ETC mới chỉ chiếm khoảng 31% tổng doanh thu. Biên LN gộp của mảng ETC thường cao hơn mảng OTC nên nếu có sự thay đổi tỷ trọng giữa hai phân khúc này thì lợi nhuận sẽ chịu tác động lớn. Tuy vậy, do thời gian đi vào hoạt động của nhà máy mới này chưa thực sự chắc chắn nên chúng tôi không tính toán khả năng này vào mô hình định giá.

Bảng 3: Thông tin về việc đầu tư nhà máy mới của một số doanh nghiệp tân dược lớn

Công ty	Nhà máy	Địa điểm	Chuẩn nhà máy	Công suất	Sản xuất	Vốn đầu tư	Thời gian hoàn thành dự kiến
IMP	Betalactam	Bình Dương	GMP-EU	-Thuốc tiêm Penicillin (4 triệu đvsp/năm) - Thuốc Cephalosporin (800 triệu đvsp/năm)	Penicillin, Cephalosporin	50 tỷ VND	T6/2016
DHG	Non Betalactam	Hậu Giang	GMP-WHO	4 tỷ đvsp/năm	Non Betalactam	454 tỷ VND	T4/2014
	Betalactam	Hậu Giang	GMP-WHO	1 tỷ đvsp/năm	Betalactam	184 tỷ VND	T5/2015
	Dây chuyền sản xuất thuốc gói sủi bột	Cần Thơ	PIC/S	Chưa công bố chi tiết	Non Betalactam Viên sủi bột	200 tỷ VND	T4/2014
DMC	Non-Betalactam	Đông Tháp	-4 dây chuyền PIC/s -1 dây chuyền GMP-EU	3 tỷ đvsp/năm	Non Betalactam	250-300 tỷ VND	2017-2018

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Hai giải pháp tái cấu trúc trong ngắn hạn sẽ phát huy tác dụng trong năm 2015

Trong nửa đầu năm 2015, hoạt động cơ cấu danh mục sản phẩm đã cải thiện đáng kể biên lợi nhuận gộp của Công ty, tăng từ 27% (6T2014) lên 34% (6T2015). Mặt khác, như đã đề cập, các chi phí hoạt động cũng được kiểm soát chặt chẽ hơn. Nhờ vậy, mặc dù, doanh thu 6T2015 giảm ~30% nhưng LNST vẫn tăng hơn 4%. Ngoài ra, bằng chính sách sử dụng vốn tự có để tài trợ hoạt động kinh doanh từ



Q4/2014, DMC có thể tiết giảm chi phí lãi vay hàng năm hơn 5 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng, kiểm soát chi phí đi kèm việc thay đổi danh mục sẽ là động lực chính giúp DMC hoàn thành chỉ tiêu lợi nhuận năm nay.

Trước việc cạnh tranh ngày càng gay gắt trong ngành và việc thay đổi chiến lược kinh doanh danh mục sản phẩm, việc hoàn thành chỉ tiêu 1.588 tỷ đồng doanh thu của DMC có vẻ không dễ dàng. Do vậy, chúng tôi dự báo doanh thu năm 2015 chỉ có thể đạt 1.560 tỷ đồng, bằng 98% kế hoạch năm nay. Tuy vậy, LNST có thể đạt 145,6 tỷ đồng, bằng 104% so với kế hoạch lợi nhuận (140 tỷ đồng). Khi đó, EPS của DMC sẽ vào khoảng 5.453 VND/cp.

Trong năm 2016, trước áp lực cạnh tranh gia tăng mạnh khi độ mở cửa của ngành ngày càng được mở rộng, chúng tôi thận trọng ước tính tốc độ tăng trưởng doanh thu vào khoảng 4,5% trong khi LNST có thể giữ mức tăng 10% nhờ các hoạt động tái cấu trúc. Khi đó, doanh thu vào khoảng 1.630 tỷ đồng và LNST vào khoảng 160 tỷ đồng; tương ứng với EPS là 6.000 VND/cp. Với giả định hoạt động bình thường, rủi ro mà chúng tôi lo ngại nhất là năng lực sản xuất của DMC khi các nhà máy hầu hết đã chạy công suất tối đa. DMC cho biết sẽ thực hiện cơ sở nhà máy, kết hợp tăng ca để đáp ứng khả năng cung ứng đến khi nhà máy mới đi vào hoạt động. Do vậy, chúng tôi cho rằng tăng trưởng đột biến về KQKD trong ít nhất 2 năm nữa đối với DMC có thể khó xảy ra.

Trong nửa đầu năm 2015, hoạt động cơ cấu danh mục sản phẩm đã cải thiện đáng kể biên lợi nhuận gộp của Công ty, tăng từ 27% (6T2014) lên 34% (6T2015). Mặt khác, như đã đề cập, các chi phí hoạt động cũng được kiểm soát chặt chẽ hơn. Nhờ vậy, mặc dù, doanh thu 6T2015 giảm ~30% nhưng LNST vẫn tăng hơn 4%. Ngoài ra, bằng chính sách sử dụng vốn tự có để tài trợ hoạt động kinh doanh từ Q4/2014, DMC có thể tiết giảm chi phí lãi vay hàng năm hơn 5 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng, kiểm soát chi phí đi kèm việc thay đổi danh mục sẽ là động lực chính giúp DMC hoàn thành chỉ tiêu lợi nhuận năm nay.

Trước việc cạnh tranh ngày càng gay gắt trong ngành và việc thay đổi chiến lược kinh doanh danh mục sản phẩm, việc hoàn thành chỉ tiêu 1.588 tỷ đồng doanh thu của DMC có vẻ không dễ dàng. Do vậy, chúng tôi dự báo doanh thu năm 2015 chỉ có thể đạt 1.560 tỷ đồng, bằng 98% kế hoạch năm nay. Tuy vậy, LNST có thể đạt 145,6 tỷ đồng, bằng 104% so với kế hoạch lợi nhuận (140 tỷ đồng). Khi đó, EPS của DMC sẽ vào khoảng 5.453 VND/cp.

Quan điểm

Domesco là một trong những doanh nghiệp tân dược lớn và lâu đời tại Việt Nam. Hoạt động kinh doanh của Công ty khá tốt nhưng chưa thực sự hiệu quả khi duy trì danh mục sản phẩm dàn trải và năng lực sản xuất còn hạn chế. Các chiến lược tái cấu trúc trong ngắn hạn và dài hạn của DMC trong một năm trở lại đây đều xoay quanh hai trở ngại này. Danh mục sản phẩm được tái cơ cấu theo hướng ưu tiên sản phẩm tự sản xuất với biên lợi nhuận gộp cao. Chiến lược kinh doanh theo số lượng sản phẩm đã được thay thế bằng chiến lược tập trung chất lượng và hiệu quả kinh doanh. Chính vì vậy, hoàn thành mục tiêu tăng trưởng doanh thu trong hai năm gần đây lại trở nên khó khăn hơn so với mục tiêu tăng trưởng lợi nhuận.

Về dài hạn, kế hoạch xây dựng nhà máy mới với tổng vốn đầu tư từ 250-300 tỷ đồng sẽ là yếu tố đáng chờ đợi của DMC. Nhà máy sẽ bắt đầu xây dựng từ cuối 2015 và dự kiến đi vào hoạt động từ 2017. Chúng tôi cho rằng những thủ tục nâng chuẩn lên GMP-EU và PIC/s sẽ là thử thách không nhỏ với DMC. Ngoài ra, chúng tôi cũng cho rằng hai cổ động chiến lược CFR, Abbott sẽ dần tham gia sâu hơn trong hoạt động quản lý của DMC. Do vậy, nếu nhà máy mới nhận được sự hỗ trợ tích cực từ cổ đông chiến lược Abbott thì nỗi lo về thời gian hoàn thành sẽ giảm đi phần nào.

Với những chuyển biến tích cực từ chiến lược tái cấu trúc, chúng tôi cho rằng triển vọng dài hạn của DMC khá lạc quan. Đặc biệt, sự thay đổi cơ cấu sở hữu sẽ là câu chuyện đáng lưu tâm của DMC khi việc

thoái vốn của SCIC (~35%) vẫn còn bỏ ngỏ và sự tham gia sâu hơn của Abbott và CFR có thể xảy ra sau đó. Trong khi đó, về ngắn hạn, hoạt động cơ cấu danh mục sản phẩm và kiểm soát chi phí hoạt động sẽ là động lực chính duy trì đà tăng trưởng cho DMC. Sử dụng một cách thận trọng phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp P/E, chúng tôi xác định mức giá hợp lý đối với cổ phiếu DMC là **49.000 VND/cp**, thấp hơn mức giá đóng cửa ngày 15/10/2015 là 20%. Với mức giá này, chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** cổ phiếu DMC trong **DÀI HẠN**.

Phụ lục Tái cấu trúc- câu chuyện của ngành dược thế giới

Nhiều nghiên cứu chỉ ra rằng có một độ trễ nhất định giữa khủng hoảng kinh tế và khủng hoảng ngành dược (từ 1-2 năm). Dù ngành này được đánh giá là “nơi trú ẩn an toàn” nhưng những khó khăn thực sự bắt đầu xuất hiện từ năm 2009. Cụ thể như, thời gian độc quyền thuốc sáng chế dần chạm đến điểm tới hạn; lợi suất từ đầu tư nghiên cứu cũng không như trước đây; sự cạnh tranh gay gắt trong dòng thuốc generic đe dọa tăng trưởng doanh số của các công ty lớn. Giải pháp cho thực trạng này được đưa ra bao gồm (1) Ban lãnh đạo phải có tầm nhìn xa và rộng (2) Tái cấu trúc thông qua tinh gọn bộ máy, kiểm soát chi phí (3) Đầu tư nghiên cứu từ việc tái cấu trúc trong ngắn hạn để tăng tính cạnh tranh của sản phẩm. Chính vì vậy, từ sau năm 2009, ngành dược chứng kiến những bước chuyển dịch đáng kể. Điển hình như Merck & Co tính đến tháng 4/2015 đã cắt giảm 85% của 8.500 vị trí theo chiến lược tái cấu trúc từ năm 2013. Tổng số lượng nhân viên cắt giảm được công bố là gần 7.290 người bao gồm nhân viên, nhà thầu, thời vụ với tổng chi phí dự kiến gần 2,7 tỷ đô. Trong khi đó, Pfizer cũng đẩy mạnh kiểm soát chi phí khi từ đầu năm 2011, Công ty này lên kế hoạch cắt giảm chi tiêu R&D khoảng 3 tỷ USD/năm. Đồng thời, hàng loạt trung tâm nghiên cứu cũng tạm thời đóng cửa vì chính sách này.

Mặt khác, các thương vụ M&A được áp dụng một cách triệt để trong thời gian này như là một hình thức khác của tái cấu trúc. Số lượng các thương vụ mua bán sáp nhập tăng mạnh mẽ từ năm 2009 và duy trì ở mức vừa phải trong 4 năm tiếp theo. Tuy nhiên, từ năm 2014, chúng tôi lại nhận thấy sự trở lại của thương vụ M&A lớn trong ngành dược. Như vậy, việc quản lý chi phí hiệu quả vẫn là ưu tiên trong ngắn hạn và chiến lược dài hạn sẽ là tạo sự khác biệt thông qua đầu tư nghiên cứu. Giải pháp này có vẻ được áp dụng rộng rãi không chỉ các doanh nghiệp dược lớn trên thế giới mà cả những doanh nghiệp trong nước tại Việt Nam mà đơn cử là DMC.

Đồ thị 10: Giá trị các thương vụ M&A trong ngành dược thế giới từ năm 2004-2014 (tỷ USD)



Nguồn: Statista

Abbott và tham vọng bành trướng tại thị trường mới nổi

Khi tốc độ tăng trưởng tại thị trường phát triển bắt đầu chững lại thì thị trường mới nổi trở thành điểm đến hấp dẫn cho nhiều doanh nghiệp dược đầu ngành. Chi tiêu cho vấn đề sức khỏe tại Mỹ hiện vào khoảng 18% GDP trong khi đó, tại các nước mới nổi, tỷ lệ này chỉ khoảng 6% và đang tiếp tục gia tăng. Chính vì vậy, Abbott nhìn nhận đây là cơ hội đầu tư dài hạn đầy hứa hẹn. Tính đến hết năm 2014, doanh số tại thị trường này đã chiếm ~50% tổng doanh số. Công ty cũng đặt kế hoạch tăng trưởng 5 năm (từ 2014-2019) tại thị trường mới nổi là 4,6%, tại thị trường Mỹ La tinh là 3,4%, tại thị trường Trung Quốc là 6,7% và tại thị trường phát triển là 2%.

Thành quả cho chiến lược này là sự chiếm lĩnh thị trường của Abbott tại Ấn Độ, Chile, Colombia, và Peru thông qua hình thức M&A với các doanh nghiệp nội địa lớn. Hiện tại, Công ty có 27 nhà máy sản xuất với hơn 1.500 dòng sản phẩm tại 88 quốc gia toàn thế giới. Dưới đây là bảng thống kê các thương vụ mua bán của Abbott trong những năm gần đây cũng như những bước đi khác nhau tại từng khu vực của Abbott.

Bảng 4: Các thương vụ M&A của Abbott từ 2009-2014

Năm	Công ty M&A	Quốc gia	Khu vực	Giá trị	Sản xuất	Chiến lược
2009	Advanced Med Optics	California (Mỹ)	Bắc Mỹ	1,36 tỷ USD	Sản phẩm về mắt	Đa dạng hóa sang các dòng sản phẩm không thuộc dược như thiết bị y tế hay sản phẩm dinh dưỡng
2009	Evalve	California (Mỹ)	Bắc Mỹ	410 triệu USD	Sản xuất thiết bị y tế (chuyên về tim)	
2010	Solvay	Bỉ	Châu Âu	7 tỷ USD	Dược phẩm (cao huyết áp, hormone, vaccine)	Nhằm bành trướng thị phần mới nổi ở Đông Âu và châu Á
2010	Piramal	Ấn Độ	Châu Á	3,7 tỷ USD	Phân phối và gia công dược phẩm, thiết bị y tế	Chiếm lĩnh thị phần rộng lớn tại Ấn Độ
2012	3A Nutrition	Việt Nam	Châu Á	Không tiết lộ	Phân phối sản phẩm sữa dinh dưỡng	Đẩy mạnh sự hiện diện của dòng sản phẩm dinh dưỡng tại thị trường mới nổi
2014	CFR	Chile	Châu Mỹ	2,9 tỷ USD	Dược phẩm	Chiếm lĩnh thị phần lớn tại khu vực Châu Mỹ La Tinh
2014	Veropharm	Nga	Châu Âu	305 triệu USD	Dược phẩm (hệ thống thần kinh, tim mạch, tiêu hóa)	Chiếm lĩnh thị phần lớn tại Nga

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Như vậy, có thể thấy từ khu vực châu Á đến châu Mỹ và châu Âu, Abbott đang thể hiện những chiến lược riêng của mình; trong đó, M&A với các doanh nghiệp sản xuất thuốc generic, doanh nghiệp phân phối là những gì Abbott đã và đang thực hiện tại các thị trường mới nổi, đặc biệt là Ấn Độ. Mặt khác, dòng sản phẩm dinh dưỡng cũng được tập trung chú trọng; mảng kinh doanh này hiện chiếm khoảng 30% tổng danh mục sản phẩm của Abbott và được kỳ vọng tiếp tục đẩy mạnh. Không có nhiều cơ sở để nhận định hướng đi tiếp theo của Abbott tại thị trường Việt Nam, tuy nhiên chúng tôi cho rằng với việc mua lại nhà phân phối 3A, Abbott có thể tạm yên tâm với về dòng sản phẩm dinh dưỡng; trong khi đó, đối với mảng sản xuất thuốc generic, Abbott đã nắm hơn 45% sở hữu tại Domesco. Chính vì vậy, chúng tôi cho rằng để thực hiện chiến lược này, Abbott phải thể hiện vai trò hỗ trợ rất lớn đối với việc xây dựng nhà máy mới. Mặt khác, đặt giả thiết nhà máy mới là tiền đề cho chiến lược chi phối hoàn toàn việc sản xuất dược phẩm của Abbott tại Việt Nam thì câu chuyện của Domesco hứa hẹn khá nhiều tình tiết thú vị.

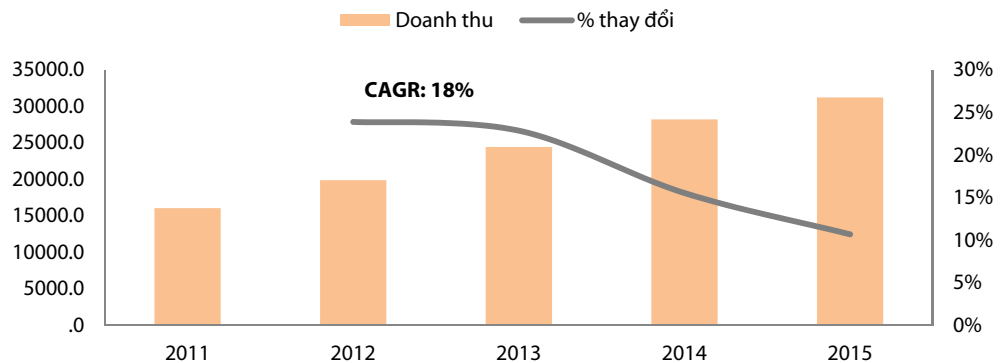
Những thay đổi tích cực sau các thương vụ sáp nhập giữa Abbott và các doanh nghiệp tại thị trường mới nổi- trường hợp Piramal

Để thực hiện việc bành trướng sang các thị trường mới nổi, công cụ nhanh nhất và hiệu quả nhất mà một tập đoàn tài chính hùng mạnh như Abbott sử dụng là M&A. Trong năm 2010, Abbott bắt đầu đẩy mạnh hàng loạt thương vụ M&A với các công ty dược như Solvay, Piramal, Topera; tiếp sau đó là Vascular, CFR, Topera, Veropharm. Chúng tôi nhận thấy sau mỗi thương vụ, cả Abbott và công ty được mua lại đều tăng trưởng đáng kể, đơn cử như trường hợp Piramal. Abbott đã bỏ ra 3,7 tỷ USD để mua công ty dược Ấn Độ Piramal. Với giá trị này, Piramal đang được định giá ở mức 9 lần so với doanh số và 30 lần so với EBITDA tại năm 2010.

Bằng hoạt động M&A này, Abbott có thể dễ dàng chiếm lĩnh thị trường dược hơn 8 triệu USD của Ấn Độ với tham vọng trở thành công ty hàng đầu trong ngành (thị phần khoảng 7% toàn thị trường). Ngoài ra, Abbott cũng kỳ vọng Piramal sẽ tăng trưởng 20% mỗi năm và đạt doanh số hơn 2,5 triệu USD

đến năm 2020. Sau sáp nhập, hơn 5.000 nhân viên của Piramal cùng với việc chuyển nhượng nhà máy phía Bắc Ấn Độ và 350 nhân hàng được sẽ thuộc quản lý của Abbott. Quan sát tình hình hoạt động từ năm 2011 đến 2015, chúng tôi nhận thấy những chuyển biến tích cực trong hoạt động kinh doanh của Piramal. Tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình của mảng dược tại Piramal vào khoảng 18% trong vòng 4 năm trở lại đây.

Đồ thị 11: Tổng doanh thu mảng dược phẩm của Piramal từ 2011-2015 (đơn vị: triệu rupi)



Nguồn: Báo cáo thường niên Piramal

Phân tích từng phân khúc trong lĩnh vực dược, dễ dàng nhận thấy những kết quả lạc quan mà Piramal nhận như bảng tóm tắt dưới đây

Bảng 5: Tóm tắt những thành quả mà Piramal đạt được theo từng phân khúc

Phân khúc	Tăng trưởng doanh thu	Thành tựu
Dịch vụ gia công (pharma solutions)	CAGR trung bình 18% từ 2011-2015	Được xếp vào top 10 tổ chức có dịch vụ gia công tốt nhất (Contract development and manufacturing Organisations); cung cấp dịch vụ cho 5 trên 7 công ty dược lớn nhất toàn cầu
Chăm sóc đặc biệt (Critical care)	CAGR trung bình 18% từ 2011-2015	Thị phần toàn cầu tăng từ 3% (2009) lên 12% (2015)
Kinh doanh thuốc (consumer products)	CAGR trung bình 16% từ 2011-2015	Tốc độ tăng trưởng nhanh hơn toàn thị trường; tăng từ thứ hạng 17 (2009) lên 7 (2015)

Nguồn: Báo cáo thường niên Piramal

Mặc dù sự tham gia của Abbott mang đến những thay đổi mạnh mẽ về thị phần cho Piramal nhưng chỉ tiêu lợi nhuận lại không thể hiện sự tương đồng. Nguyên nhân chủ yếu đến từ gánh nặng nợ mà Piramal sử dụng cho mảng dịch vụ tài chính như các thương vụ mua bán, sáp nhập ngoài ngành. Từ năm tài chính 31/3/2015, nhờ tái cơ cấu hoạt động này, Piramal thu về lợi nhuận đột biến so với các năm trước. Nếu loại trừ chi phí lãi vay, tăng trưởng thu nhập trung bình từ 2011-2015 cũng ~18%. KQKD Q1/2016 tiếp tục thể hiện xu hướng tích cực khi doanh thu tăng trưởng ~25% và LNST tăng hơn 3 lần so với cùng kỳ.

Bảng 6: Một số chỉ tiêu tài chính khác của Piramal từ 2011-2015 (đơn vị: triệu rupi)

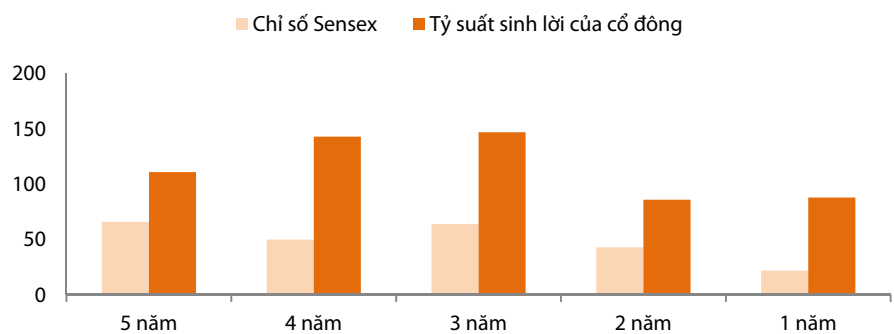
	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014	Năm 2015
EBIT	283	342	401	613	850
Lãi vay	89	163	225	270	119
Lợi nhuận trước thuế (trừ khoản đột biến)	195	-46	-176	-278	77

Nguồn: Báo cáo thường niên Piramal



Như vậy, đứng dưới góc độ hoạt động kinh doanh cốt lõi, các cổ đông của Piramal vẫn phải chờ đợi thêm thành quả từ quá trình tái cơ cấu, sau 5 năm tính từ khi M&A. Tuy vậy, tỷ suất sinh lời mà cổ đông của Piramal nhận được từ hiện tại đến thời điểm cách đây 1-5 năm đều cao hơn toàn thị trường. Tỷ suất sinh lời này được tính trên thị giá cũng như cổ tức khi đầu tư vào cổ phiếu này. Chúng tôi nhận thấy, sau thương vụ M&A, vốn chủ sở hữu của Piramal tăng gấp 8 lần trong khi LNST từ năm 2012-2014 bị lỗ. Vì vậy, các tỷ suất sinh lời mà cổ đông nhận được thực chất đến từ số tiền mua lại hơn là hoạt động kinh doanh cốt lõi.

Đồ thị 12: Tỷ suất sinh lời của cổ đông Piramal so với cách đây từ 1-5 năm (đơn vị:%)



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Không thể phủ nhận những thành quả về việc mở rộng thị phần mà Piramal có được kể từ khi Abbott mua lại. Tuy vậy, chúng tôi cho rằng lợi ích thực sự mà cổ đông nhận được có lẽ còn phụ thuộc vào (1) cơ cấu kinh doanh của doanh nghiệp như việc kinh doanh đa ngành nghề (2) tỷ trọng nợ vay và chi phí lãi vay (3) tính hiệu quả trong bộ máy hoạt động hiện tại. Nếu những nút thắt này được giải quyết thì việc kỳ vọng vào sự tương đồng giữa tăng trưởng doanh thu và tăng trưởng lợi nhuận là có cơ sở cho những thương vụ M&A.

Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	FY2013	FY2014	FY2015F	FY2016F
Doanh thu thuần	1.429,6	1.486,1	1.560,4	1.630,6
Giá vốn	1.017,5	1.061,5	1.086,0	1.125,1
Lãi gộp	412,1	424,6	474,4	505,5
Chi phí bán hàng	167,2	140,7	162,3	172,8
Chi phí quản lý	111,2	122,1	124,8	130,4
Thu nhập từ HĐTC	6,3	6,1	1,0	1,1
Chi phí tài chính	9,6	7,6	1,5	1,7
Lợi nhuận khác	4,1	8,5	0,0	0,0
Lợi nhuận trước thuế	134,5	168,7	186,7	201,2
Thuế TNDN	27,2	36,4	41,1	40,2
Lợi ích cổ đông thiểu số	-0,3	0,0	0,0	0,0
Lợi nhuận sau thuế	107,5	132,3	145,7	161,0
EBIT	139,8	174,4	186,7	201,2
EBITDA	170,5	209,3	224,5	244,1

Đvt:%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2013	FY2014	FY2015F	FY2016F
Tăng trưởng				
Doanh thu	13,4%	3,9%	5,0%	4,5%
Lợi nhuận HKKD	10,4%	20,9%	15,8%	8,0%
EBITDA	8,3%	22,8%	7,2%	8,8%
EBIT	8,7%	24,7%	7,1%	7,7%
Lợi nhuận sau thuế	19,2%	23,1%	10,1%	10,5%
Tổng tài sản	15,3%	-4,8%	9,6%	9,5%
Vốn chủ sở hữu	9,9%	15,2%	12,9%	11,9%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	11,4%	12,5%	12,7%	11,8%
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	28,8%	28,6%	30,4%	31,0%
LN HKKD / Doanh thu	9,4%	10,9%	12,0%	12,4%
EBITDA/ Doanh thu	11,9%	14,1%	14,4%	15,0%
EBIT/ Doanh thu	9,8%	11,7%	12,0%	12,3%
LNST/ Doanh thu	7,5%	8,9%	9,3%	9,9%
ROA	11,8%	13,8%	14,9%	15,0%
ROIC or RONA	23,1%	25,7%	24,3%	23,3%
ROE	18,0%	19,6%	19,0%	18,6%
Hiệu quả hoạt động (vòng)				
Vòng quay kh. phải thu	4,8	4,8	4,9	4,6
Vòng quay hàng tồn kho	4,0	3,6	3,4	3,3
Vòng quay khoản phải trả	4,7	4,7	5,2	5,4
Khả năng thanh toán (lần)				
Hiện hành	1,9	3,0	3,5	3,8
Nhanh	1,1	1,6	1,9	2,1
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	55,8%	29,2%	25,5%	22,7%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	17,4%	0,0%	0,0%	0,0%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2013	FY2014	FY2015F	FY2016F
Tiền	57	29	42	72
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0	0	0
Các khoản phải thu	323	292	351	359
Tồn kho	283	312	326	349
Tài sản ngắn hạn khác	10	5	6	6
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	673	638	725	786
Tài sản cố định hữu hình	224	216	217	249
Tài sản cố định vô hình	52	52	52	52
Xây dựng cơ bản dở dang	7	2	3	4
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	12	10	10	10
Tài sản dài hạn khác	12	15	17	18
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
TSCĐ và đầu tư dài hạn	306	295	297	333
TỔNG TÀI SẢN	979	932	1.022	1.119
Tiền hàng phải trả và ứng trước	171	147	152	152
Khoản phải trả ngắn hạn khác	67	63	55	55
Vay và nợ ngắn hạn	109	0	0	0
Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0
Khoản phải trả dài hạn khác	2	1	0	0
Tổng nợ	350	210	207	207
Vốn chủ sở hữu	627	722	815	912
Vốn đầu tư của CSH	178	267	267	267
Lợi nhuận giữ lại	72	124	171	217
Các quỹ	147	190	236	287
Nguồn kinh phí và quỹ khác	0	0	0	0
Nguồn vốn chủ sở hữu	627	722	815	912
Lợi ích cổ đông thiểu số	2	0	0	0
TỔNG NGUỒN VỐN	979	932	1.022	1.119
LƯU CHUYỂN TIẾN TỆ	FY2013	FY2014	FY2015F	FY2016F
LNTT	134,5	168,7	186,7	201,2
Khấu hao	30,7	35,0	37,7	42,9
Các điều chỉnh	0,6	3,8	-10,0	-10,0
Thay đổi vốn lưu động	-111,8	-85,4	-120,4	-75,1
Tiền thuần từ HĐKD	54,0	122,1	94,1	159,0
Thay đổi TSCĐ	-31,1	-25,8	-38,1	-75,3
Thay đổi khoản mục ĐT khác	-30,0	32,0	0,0	0,0
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	4,0	1,5	0,0	0,0
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	-57,1	7,7	-38,1	-75,3
Nhận/trả lại vốn góp	0,0	0,0	0,0	0,0
Vay mới/trả nợ vay	31,3	-108,8	0,0	0,0
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ+Chi khác từ LNGL	-39,0	-18,9	-42,7	-53,2
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	-7,7	-127,7	-42,7	-53,2
Tiền thuần trong kỳ	-10,7	2,1	13,3	30,4
Tiền đầu năm	37,3	26,6	28,7	42,0
Ảnh hưởng của tỷ giá	0,0	0,0	0,0	0,0
Tiền cuối kỳ	26,6	28,7	42,0	72,5



BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến -5%	<-15%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rộng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới

Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986
Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2015.**