

PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG CTCP DƯỢC HẬU GIANG (HOSE: DHG)

Báo cáo lần đầu (30/08/2018)

Giá mục tiêu **103.200 VNĐ**
Upside **7,3%**

Giá hiện tại (30/05/2018) **96.200 VNĐ**
Vốn hóa thị trường (tỷ VNĐ) **13.401**
Giá trong 52 tuần (VNĐ) 114.800-101.600
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%) 46,67%

Nguồn: Bloomberg

Dự phóng và định giá

Đơn vị: tỷ đồng	2016	2017	2018F	2019F
Doanh thu	3.783	4.062	4.087	4.360
EBIT	775	732	786	858
LNST	685	642	661	713
Tăng trưởng DT n/n	4,9%	7,4%	0,6%	6,7%
P/E (x)	7,9	23,2	19,2	17,8
EPS (cơ bản) (VNĐ)	7.980	4.910	5.060	5.460
%EPS y-o-y	16,2%	-37,8%	3%	7,9%
EV/EBITDA (x)	6,1	18,1	17,1	15,7
Tỷ lệ cổ tức (%)	5,6%	2,9%	3,5%	3,7%
P/B (x)	7,9	23,2	20,2	18,7
ROE (%)	23,9%	23,3%	22,4%	22,5%
Ng/VCSH (%)	12,4%	17%	22,2%	23,8%

Diễn biến giá cổ phiếu



Diễn biến giá	1T	3T	12T
DHG (%)	5,82%	-0,8%	-4,4%
VNIndex (%)	1%	49,8%	22,3%

Nguồn: CafeF, MBS Research

Cấu trúc sở hữu (trên 5%)

SCIC	43,31%
Taisho Pharmaceutical Co.LTD	24,94%
Auatex Centre	10,98%
Portal Global Limited	7,2%
FTIF – Templeton Frontier Markets Fund	5,78%

Nguyễn Đăng Thiện

Chuyên viên phân tích ngành Dược phẩm

Thien.nguyendang@mbs.com.vn

Thoái vốn vẫn là động lực chính cho tăng trưởng trong 6 tháng cuối năm

Cơ hội

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG** đối với cổ phiếu DHG với mức giá **103.200 đồng/CP (+7,3% upside)**, dựa trên phương pháp FCFF. DHG là doanh nghiệp sản xuất thuốc nội với tỷ suất lợi nhuận cao nhất ngành, tuy nhiên bắt đầu vào giai đoạn bão hòa. Chúng tôi kỳ vọng việc hợp tác với Taiso sẽ tạo động lực tăng trưởng mới cho công ty.

Lưu ý điểm đầu tư

- **Công ty sản xuất Dược nội địa lớn nhất.** Tuy DHG đã thu gọn bộ máy cũng như thoái vốn khỏi một số công ty con, chúng tôi ước tính doanh thu cả năm 2018 của DHG vẫn đạt 4.087 tỷ VND (tăng trưởng 0,6% y-o-y), giữ vững vị thế công ty sản xuất Dược nội địa lớn nhất cả nước.
- **Đẩy mạnh thực phẩm chức năng.** Với việc dòng sản phẩm kháng sinh dần mất thị phần vào các loại kháng sinh mới hơn, tiêu biểu là dòng Haginat, doanh thu dự kiến tới năm 2022 sẽ sụt giảm 6% so với giai đoạn 2018. Trong giai đoạn sắp tới, TPCN được định hướng trở thành dòng sản phẩm thay thế nhờ vào các dòng sản phẩm khác biệt, ước tính năm 2022, TPCN sẽ chiếm 11,5% tổng doanh thu DHG với giá trị ước tính 614 tỷ đồng, CAGR đạt 9,2% giai đoạn 2018 – 2022.
- **Sẽ hoàn tất bán vốn SCIC trong năm 2018-2021.** Hiện tại, cổ đôn lớn thứ hai là Taisho đang tích cực hoàn tất việc nâng tỷ lệ sở hữu Dược Hậu Giang lên ít nhất 51%. Chúng tôi kỳ vọng với sự tham gia của Taisho sẽ giúp DHG tăng khả năng cạnh tranh các sản phẩm vốn có cũng như giúp DHG nâng cao công nghệ sản xuất ở nhà máy Tân Phú Thạnh, mở ra cơ hội xuất khẩu cho dòng thuốc sùi bọt. Đồng thời, nhóm TPCN và một số dòng thuốc OTC cũng sẽ được nghiên cứu và tung ra các dòng sản phẩm mới, thay thế cho các dòng sản phẩm cũ đã bão hòa như Haginat, đẩy mạnh các dòng sản phẩm còn nhiều tiềm năng tăng trưởng như Naturenz hay Natto Enzym.
- **Diễn biến doanh thu và lợi nhuận vẫn theo đúng kế hoạch trong 1H2018.** Lợi nhuận trước thuế (EBT) đạt 360,8 tỷ đồng (+2,5% n/n) và đóng góp 47% lợi nhuận mục tiêu nhờ việc đẩy mạnh kênh bán hàng trên OTC. Chúng tôi kỳ vọng trong năm 2018 doanh thu sẽ đạt mức tăng trưởng khoảng 0,6% nhưng chi phí quản lý và bán hàng chỉ tăng 2,42%. Ước tính LNTT doanh nghiệp tăng trưởng ở mức 7% trong năm 2018, đạt giá trị 769 tỷ đồng.

Định giá

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG** với giá mục tiêu là 103.200 VNĐ (+7,3%) bằng phương pháp định giá FCFF, tốc độ tăng trưởng đều $g=3\%$. Ở mức giá mục tiêu của chúng tôi, cổ phiếu được giao dịch tại mức P/E 2018 bằng 20.

Rủi ro chính

Rủi ro lớn nhất nằm ở việc giá nguyên liệu thuốc, bao gồm giá API và tá dược tăng 3%-4% từ đầu năm tới giờ. Các sản phẩm của công ty hiện tại đang được bán với giá phù hợp với đại đa số người dân. Tuy nhiên, do đặc thù bán thuốc generics dạng cơ bản nên việc room tăng giá thuốc để bù lấp khoản chi phí nguyên liệu tăng thêm không còn nhiều. Ngoài ra, thị phần của các dòng thuốc paracetamol, vốn là dòng tạo doanh thu chủ lực cùng với kháng sinh đã chịu sự cạnh tranh gay gắt từ các hãng dược phẩm khác.

Mục lục

Luận điểm đầu tư

Tiêu điểm đầu tư	03
Cập nhật kết quả 1H2018	09
Rủi ro chính	09
Định giá và cơ sở của giá mục tiêu	10

Phân tích cạnh tranh

Đánh giá sự hấp dẫn của ngành	11
Ngành Thực phẩm chức năng - chứng kiến nhiều tay chơi lớn	12

Phân tích tài chính và dự phóng

Phân tích kết quả kinh doanh và earnings models	13
Phân tích các chỉ số so với các đối thủ cùng ngành	15

Phụ lục

Tóm tắt báo cáo tài chính và dự phóng	16
---	----

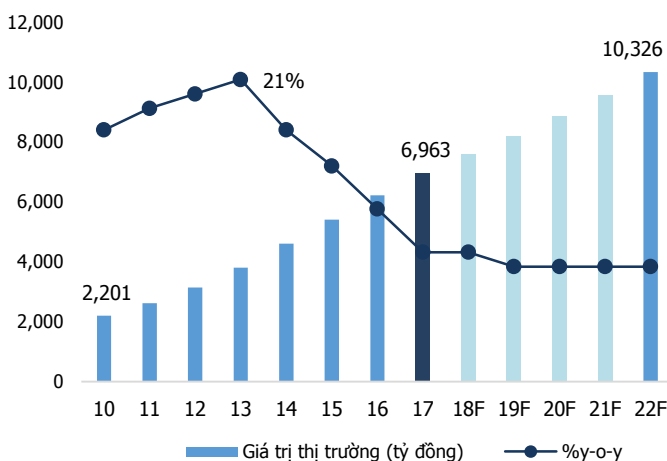
Luận điểm đầu tư

Một trong những doanh nghiệp dẫn đầu phân khúc Analgesics (Hạ sốt – Giảm đau)

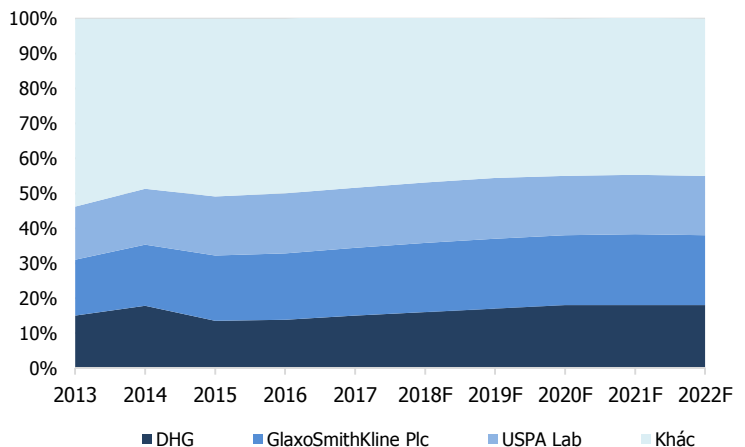
Ngoài vị thế là công ty sản xuất Dược phẩm hàng đầu nội địa, Dược Hậu Giang còn là một trong những công ty có thị phần lớn nhất mảng thuốc Analgesics (Hạ sốt – Giảm đau). Trong suốt giai đoạn năm năm qua, thị phần nội địa nằm trong tay nhóm ba công ty GlaxoSmith Kline Plc, USPA Lab và Dược Hậu Giang. Cũng trong giai đoạn từ 2013 – 2017, thị phần bộ ba công ty dẫn đầu tăng đều từ mức 46,2% năm 2013 lên 52,6% năm 2017. Chúng tôi dự báo cho tới năm 2022 thị phần của ba công ty đầu ngành mảng Giảm đau - Hạ sốt, trong điều kiện tiếp tục giữ vững và phát triển được thêm các dòng sản phẩm mới, sẽ tăng dần 56% với tổng doanh thu khoảng 7.285 tỷ đồng.

Trong thời điểm hiện tại, thị trường Hạ sốt – Giảm đau hiện nay có năm nhãn hàng chính chiếm lĩnh hơn 60% toàn bộ giá trị thị trường, bao gồm: Panadol, Efferalgan, Hapacol, Salonpas và Paracetamol. Trước năm 2014, giá trị của thị trường Analgesics luôn tăng trưởng tiệm cận mức 20% trong hơn một nửa thập kỷ do tỷ lệ sử dụng dòng thuốc Hạ sốt – Giảm đau trong nước còn khá thấp. Chúng tôi dự tính cho tới năm 2022, tốc độ tăng trưởng của mảng Hạ sốt – Giảm đau sẽ chỉ còn duy trì ở mức 10%, với giá trị ước tính là 10.326 tỷ. Trong đó, tỷ lệ mảng Analgesics trên tổng giá trị toàn ngành Dược phẩm sẽ khoảng 3,96% tổng giá trị thị trường, sau đó tăng trưởng ở mức 10% mỗi năm và tiếp tục tăng trưởng dần tiệm cận với mức bão hòa.

Biểu 1: Giá trị mảng Analgesics qua các năm (tỷ đồng)



Biểu 2: Thị phần của 3 công ty lớn nhất mảng Analgesics qua các năm



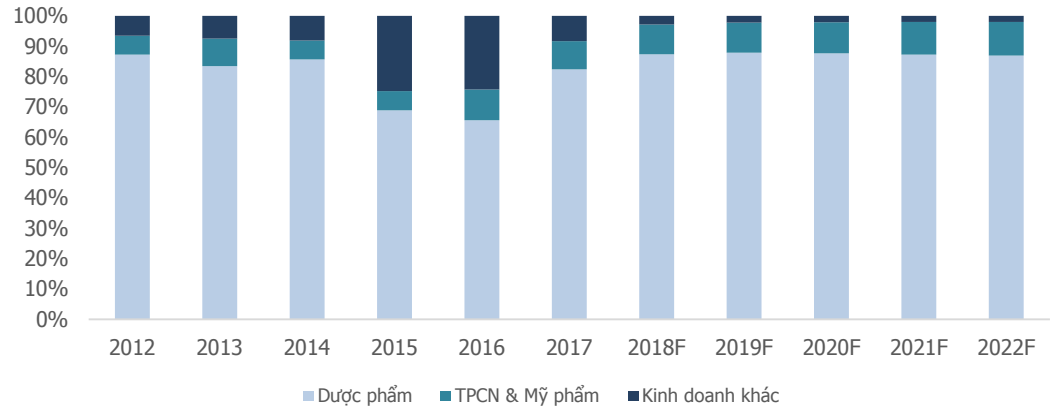
Nguồn: EuroMonitor, FS DHG. MBS tổng hợp

Giai đoạn 2014 – 2015, Dược Hậu Giang gặp vấn đề rất lớn trong vấn đề bán hàng và phân phối khiến thị phần giảm từ 17,8% xuống còn 13,5% trong năm 2015 và dần hồi phục lên mức 15,2% trong năm 2017. Trong năm 2018, chúng tôi dự phóng thị phần của mảng Analgesics DHG sẽ chiếm 16% tổng giá trị toàn mảng Hạ Sốt – Giảm Đau, cho đến năm 2022 sẽ chiếm được 18% thị phần, đứng thứ hai trên toàn trường. Nguyên nhân chính đến từ dòng sản phẩm Efferalgan của USPA đã có dấu hiệu chững lại trong hai năm vừa qua. Ước tính doanh thu của mảng Hạ sốt – giảm đau của Dược Hậu Giang sẽ đạt doanh thu là 1.858 tỷ và sẽ là dòng sản phẩm chủ lực nhất của DHG.

Sản phẩm Dược phẩm tăng trưởng chậm lại

Chúng tôi ước tính Hạ sốt – Giảm đau với sản phẩm tiêu biểu là Hapacol vẫn duy trì tốc độ tăng trưởng cao trong giai đoạn dự phóng, cụ thể nhóm Hapacol đạt tốc độ tăng trưởng giai đoạn 2018 – 2022 đạt 10% CAGR tương đương với tốc độ tăng trưởng của mảng Analgesics ở Việt Nam. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng nhóm Hạ sốt – Giảm đau sẽ phát triển thêm các thị trường xuất khẩu như Malaysia và Nhật với việc hoàn thành các giấy chứng nhận yêu cầu như PIC/s và PMDA cho nhà sản xuất nước ngoài.

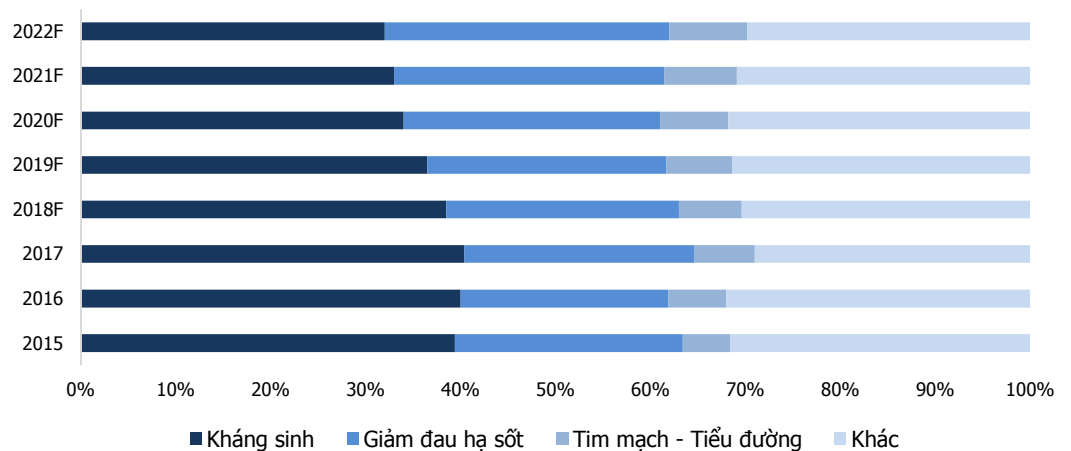
Biểu 3: Dự phóng tỷ trọng đóng góp doanh thu các mảng của DHG tới năm 2022



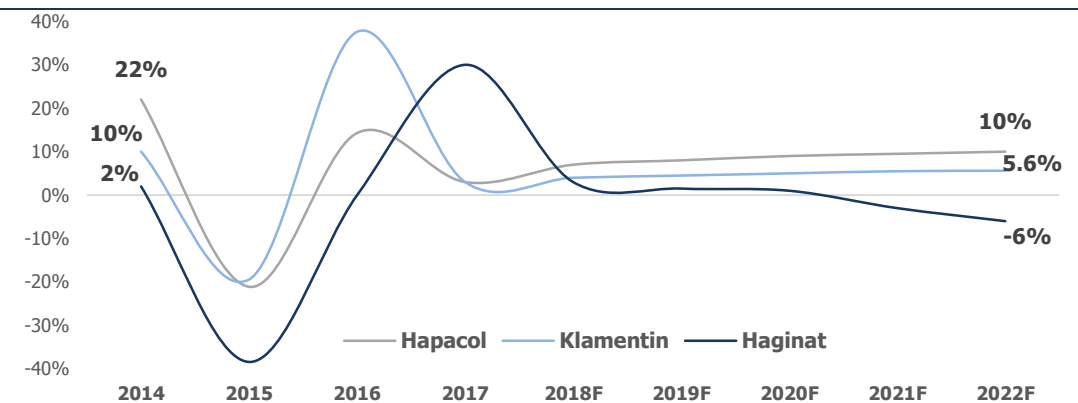
Source: FS DHG, MBS Research

Ngược lại, nhóm kháng sinh chiếm tỷ trọng lớn nhất trong doanh thu (40,4% năm 2017) với 2 dòng sản phẩm chính là Haginat và Klatemin. Tuy nhiên, đây là hai dòng sản phẩm đã có tuổi đời khá lâu, cũng như ngày càng nhiều đơn vị sản xuất và nhập khẩu các dòng kháng sinh có chất lượng cao hơn với giá bán tương đương. Chúng tôi thận trọng dự báo loại kháng sinh Klatemin vẫn có thể tăng trưởng nhẹ, với mức tăng trưởng là 5% CAGR giai đoạn 2018 - 2020. Riêng với dòng kháng sinh Haginat, dự phóng của chúng tôi sẽ chỉ là tăng trưởng 1% CAGR giai đoạn 2018 – 2020, và tăng trưởng chậm lại sau đó, ước tính đến năm 2022 mảng kháng sinh sẽ đạt 1.784 tỷ đồng, chiếm 32% doanh thu.

Biểu 4: Dự phóng đóng góp doanh thu của các nhóm sản phẩm

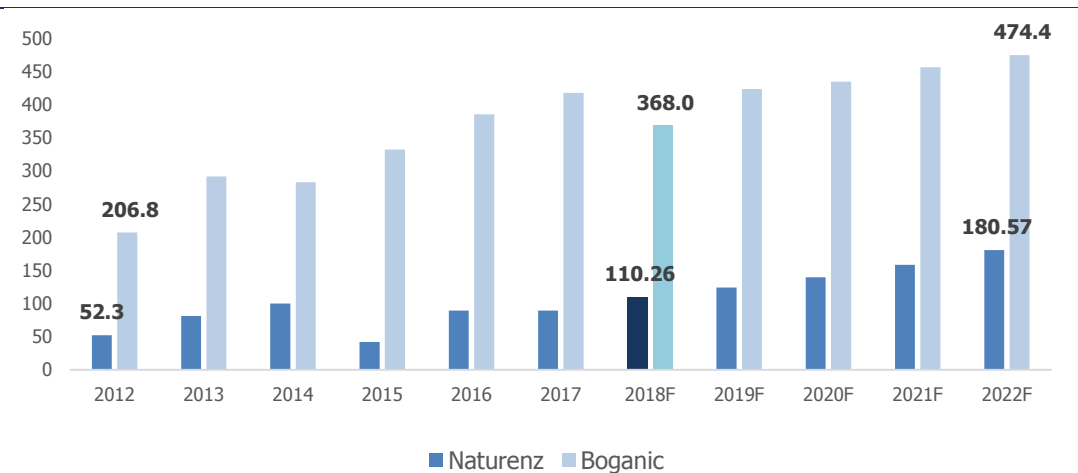


Source: FS DHG, MBS Research

Biểu 5: Dự phóng tốc độ tăng trưởng doanh thu của ba nhóm mặt hàng chủ lực

Source: FS DHG, MBS Research

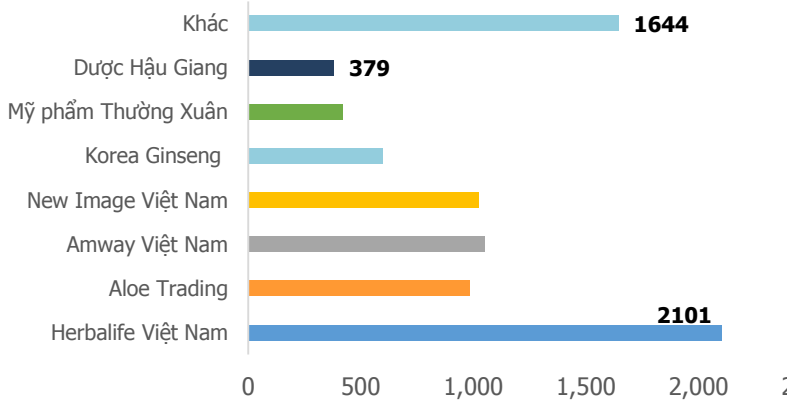
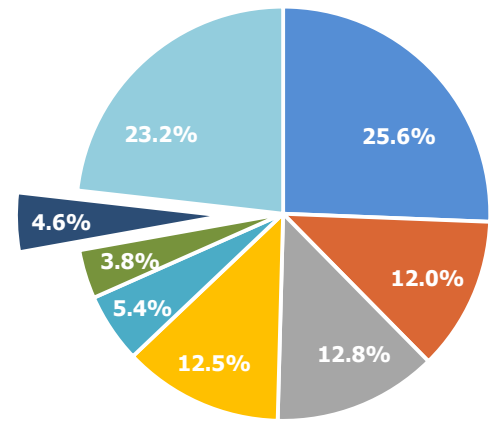
Phát triển dòng sản phẩm Thực phẩm chức năng (TPCN)

Biểu 6: Doanh thu dự phóng của Boganic và Naturenz qua từng năm (tỷ đồng)

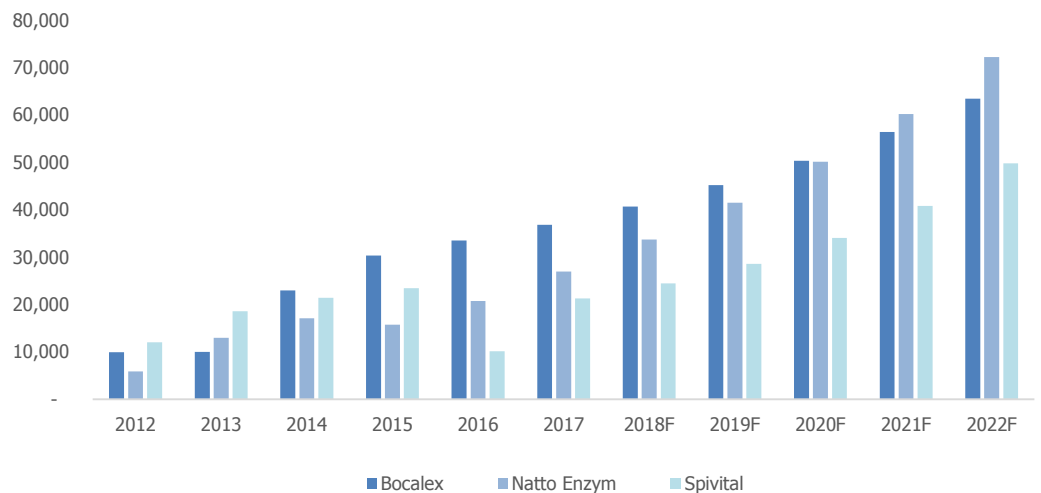
Source: MBS Research

Để bù đắp cho sự thiếu hụt từ doanh thu kháng sinh, TPCN được định hướng trở thành mũi nhọn mới. Với lợi thế về công nghệ độc quyền từ Nhật Bản, cũng như hệ thống bán hàng phủ khắp cả nước, chúng tôi đánh giá mảng TPCN sẽ đóng góp 11,5% tổng doanh thu của DHG vào năm 2022, ước tính mang lại doanh thu 614 tỷ đồng. Trong đó, doanh thu đóng góp của bốn mặt hàng Bocalex, Natto Enzym, Spivital và Naturenz dự phóng là 365 tỷ đồng, tương ứng với 59,4% tổng doanh thu mảng Thực phẩm chức năng.

Một lợi thế vô hình của DHG trong việc sản xuất TPCN đến từ việc TPCN ở Việt Nam có quá nhiều công ty sản xuất theo mô hình đa cấp, dược Hậu Giang là công ty dược phẩm duy nhất có thị phần đáng kể trong mảng TPCN trong các công ty Dược ở Việt Nam. DHG hiện nay có ưu thế rất lớn để lấy được thị phần khi có cổ đông chiến lược là Taisho, vốn chuyên sản xuất các loại TPCN ở Nhật Bản. Đồng thời, Vinamilk và Dược Hậu Giang cùng đang nghiên cứu các sản phẩm TPCN mới. Chúng tôi đánh giá DHG còn rất nhiều cơ hội và tiềm năng phát triển trong tương lai khi giá trị thị trường TPCN ước tính đạt 600 triệu USD vào năm 2022 (Biểu 15 - Phân tích tổng quan ngành). Chiến lược của DHG sẽ đẩy mạnh mảng TPCN & Mỹ phẩm, chúng tôi ước tính cho đến năm 2022 tỷ trọng của mảng TPCN & Mỹ phẩm chiếm 11,5% trên tổng doanh thu.

Biểu 7: So sánh doanh thu giữa các công ty lớn nhất trong mảng TPCN năm 2017**Biểu 8: Thị phần mảng TPCN ở Việt Nam năm 2017**

Nguồn: Euro Monitor, CafeF, MBS Research

Biểu 9: Doanh thu dự phóng của Bocalex, Natto Enzym và Spivital (tỷ đồng)

Source: MBS Research

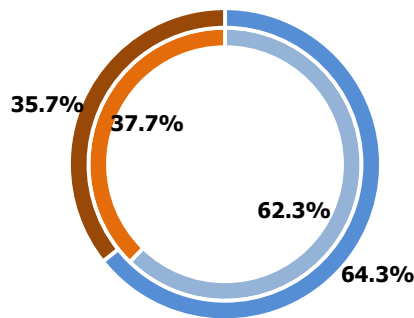
Kỳ vọng sự hợp tác toàn diện hơn với Taisho và Vinamilk

Taisho Holding vốn là tập đoàn có ưu thế lớn về mảng thuốc OTC và các loại TPCN. Trong đó, Taisho có ưu thế và kinh nghiệm lâu năm về các dòng thuốc Analgesics, vốn cũng là dòng thuốc chủ lực của DHG. Chúng tôi đánh giá Taisho sẽ chọn DHG để hoàn tất bức tranh thị phần của mình ở thị trường Đông Á và ASEAN. Hiện tại, Taisho đều đã có các công ty con nằm ở khu vực Đông Á và ASEAN, với nhiệm vụ phân phối và sản xuất, gia công các dòng sản phẩm của Taisho cho khu vực. Duy nhất Việt Nam là quốc gia Taisho chưa thể chiếm thị phần như các quốc gia khác, do có sự góp mặt của các đối thủ lâu đời như Sanofi, GSK hay Novartis etc.

Thông qua việc M&A DHG vào Taisho Holdings, Taisho sẽ hoàn tất việc thâm nhập toàn bộ thị trường ASEAN và Đông Á, giúp thúc đẩy doanh thu bù đắp cho thị trường nội địa có mức tăng trưởng chậm.

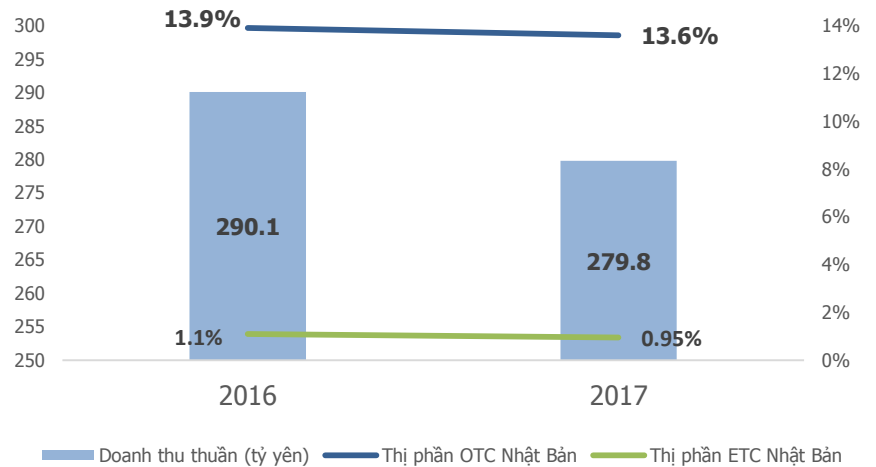
Đôi nét về Taisho Holdings

Taisho Holding hiện tại là một trong những công ty có thị phần OTC khá lớn ở Nhật Bản, chiếm hơn 13,5% thị phần OTC tại Nhật Bản. Tuy nhiên, công ty chỉ chiếm khoảng 1% thị phần kênh ETC, và xu hướng cả doanh thu lẫn thị phần từ năm 2016 qua năm 2017 đều suy giảm. Hiện nay, chiến lược của Taisho sẽ đẩy mạnh bán hàng ở các nước quanh khu vực ASEAN cũng như khu vực Đông Á. Hiện tại, Taisho có 9 công ty con và 1 trung tâm phân phối thuốc nằm tại Singapore.

Biểu 10: Đóng góp doanh thu kênh OTC và ETC trong 2016 và 2017

■ Doanh thu OTC (%)

■ Doanh thu ETC (%)

Biểu 11: Doanh thu và thị phần của hai mảng OTC và ETC của Taisho tại thị trường Nhật Bản

■ Doanh thu thuần (tỷ yên)

■ Thị phần OTC Nhật Bản

■ Thị phần ETC Nhật Bản

Nguồn: BCTN Taisho, MBS tổng hợp

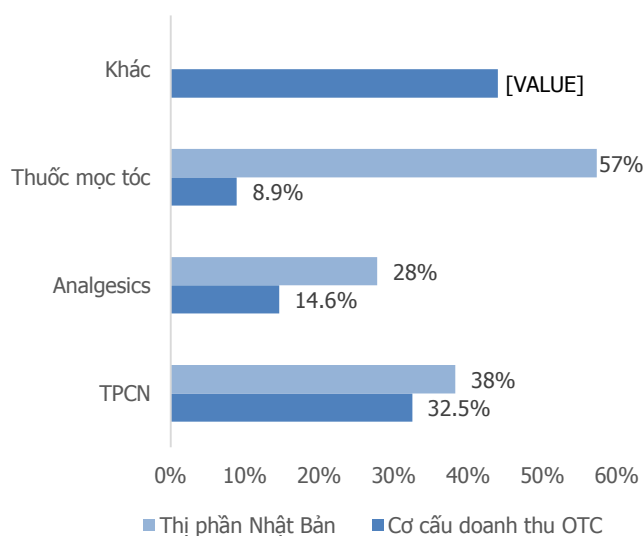
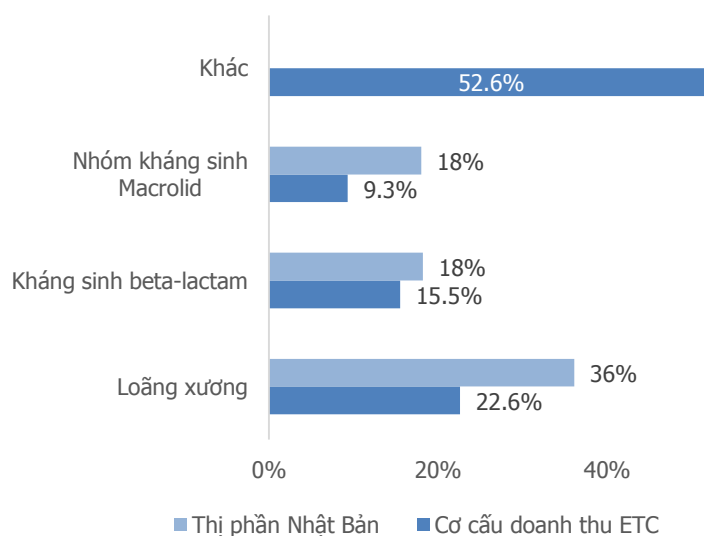
Tuy nhiên xu hướng doanh thu và thị phần của của Taisho hiện nay đang suy giảm. Nguyên nhân chủ yếu đến từ mảng TPCN và thuốc mọc tóc đang suy giảm dần và chịu sự cạnh tranh gay gắt của các nhãn hàng khác. Đây vốn là hai dòng sản phẩm ra đời từ thập niên 90s, và vốn có hiện tượng bão hòa. Nhưng ở thị trường nước ngoài, các dòng sản phẩm này vẫn còn nhiều dư địa phát triển. Theo quan điểm của chúng tôi, Taisho là một doanh nghiệp đã gặp khó khăn trong việc phát triển, do đó Taisho rất quyết liệt trong vấn đề mở rộng tầm ảnh hưởng lên các khu vực có mức chi tiêu cho Dược phẩm còn thấp hơn trung bình thế giới như: Việt Nam, Indonesia, Thái Lan, Đài Loan, Trung Quốc hay Malaysia etc.

Mục đích và lợi thế của Taisho khi tham gia M&A Dược Hậu Giang

Nhìn vào cơ cấu sản phẩm của Taisho, dễ nhận thấy có sự tương đồng về cơ cấu sản phẩm giữa DHG và Taisho. Mảng Analgesics của Taisho chiếm 28% thị phần ở Nhật Bản, còn DHG với dòng sản phẩm Hapacol cũng chiếm hơn 14% thị phần ở Việt Nam. Đồng thời, mảng kháng sinh Beta-lactam cũng chiếm gần 16% doanh thu tổng của kênh ETC, và Dược Hậu Giang đang sở hữu một trong những nhà máy beta-lactam lớn nhất Việt Nam. Trên lý thuyết, cổ phần của DHG vẫn có thể chuyển nhượng cho các đối tác khác, nhưng quan điểm của chúng tôi Taisho sẽ là công ty chấp nhận trả mức giá cao nhất, tương ứng với mức EV/EBITDA ít nhất là 17,x – 18,x lần dựa trên các luận điểm:

- Taisho sẽ là cổ đông chi phối doanh nghiệp Dược lớn nhất Việt Nam, có hệ thống phân phối rộng khắp cả nước.
- DHG có cơ sở vật chất và công nghệ phù hợp, tương đồng với các lĩnh vực thế mạnh của Taisho.
- Cho đến năm 2029, DHG vẫn là doanh nghiệp được ưu đãi về thuế. Và hiện tại nhà máy của DHG hiện mới chỉ hoạt động ở mức 65% công suất thiết kế, vẫn còn nhiều diện tích và tiềm năng để mở rộng và phát triển.
- Thị trường hơn 90 triệu dân và mức tăng trưởng trong chi tiêu sử dụng thuốc của Việt Nam tiếp tục duy trì ở mức hai con số trong ít nhất 5 năm tới.

Ngoài ra, chúng tôi nhận định chiến lược của DHG là tìm kiếm đối tác cùng phát triển, khác với trường hợp bị thôn tính và trở thành công ty gia công thuốc như trường hợp của Domesco. Điều này phù hợp với cách thức hợp tác của DHG và Taisho trong suốt thời gian qua. Chúng tôi đánh giá Taisho vẫn là đối tác chính trong quá trình thoái vốn của SCIC với Dược Hậu Giang. Qua đó, DHG sẽ có cơ hội mở rộng thị phần, phát triển mạnh ở mảng Analgesics và TPCN, còn Taisho có cơ hội mở rộng thị trường và giúp DHG đa dạng hóa danh mục sản phẩm.

Biểu 12: Cơ cấu đóng góp và thị phần ở Nhật của các mảng sản phẩm ở kênh OTC của Taisho

Biểu 13: Cơ cấu đóng góp và thị phần ở Nhật của các mảng sản phẩm ở kênh ETC của Taisho


Nguồn: BCTN Taisho, MBS tổng hợp

Cập nhật kết quả 1H2018

Kết quả kinh doanh 1H2018 của DHG không có quá nhiều điểm tích cực. Doanh thu gộp của DHG tăng 4,2% so với cùng kỳ 1H2017 nhưng chi phí chiết khấu thương mại tăng từ 9% lên thành 11%. Do đó, doanh thu thuần 1H2018 đạt 1.841 tỷ VND (+1,9% n/n). Ngoài ra, chi phí API trên toàn cầu tăng cao khiến biên LNG của DHG suy giảm nhẹ (giảm 0,3%). Điểm sáng tích cực trong nửa đầu năm 2018 đến từ chi phí quản lý doanh nghiệp có mức giảm đến 21,7%, tức 35,94 tỷ. Chính điều này đã giúp cho chi phí của Dược Hậu Giang được kiểm soát và giúp cho LNTT đạt 360 tỷ VND (+2,5% n/n), hoàn thành 47% kế hoạch năm.

Tuy nhiên, với việc nhà máy Tân Phú Thạnh không còn được miễn thuế nên chi phí thuế của doanh nghiệp tăng 58,7 tỷ đồng. LNST của DHG sụt giảm khá mạnh, tương ứng với giá trị 309,8 tỷ đồng (-13,9% n/n). Chúng tôi dự phóng, doanh thu thuần và LNTT trong năm 2018 sẽ lần lượt đạt được kết quả là 4.087 tỷ (+0,6% n/n) và 769 tỷ (+7% n/n).

Bảng 1: Kết quả kinh doanh các quý DHG (triệu đồng)

Chỉ tiêu	1H2016	1H2017	1H2018	%n/n
Doanh thu thuần	1.691.135	1.808.064	1.841.585	1,9%
Lợi nhuận trước thuế & lãi vay	325.338	350.844	355.424	1,3%
Lợi nhuận trước thuế	338.550	351.936	360.783	2,5%
Lợi nhuận sau thuế	307.162	359.678	309.781	-13,9%
Biên EBIT	19,2%	19,4%	19,3%	-0,1%
Biên lợi nhuận trước thuế	20%	19,5%	19,6%	0,1%
Biên lợi nhuận sau thuế	18,2%	19,9%	16,8%	-3,1%

Rủi ro chính

Rủi ro về thay đổi tỷ giá và nguyên vật liệu: Với cơ cấu nhập khẩu gần như 100% API cũng như tá dược, đặc biệt nguồn hàng chủ yếu từ châu Âu, Mỹ và Trung Quốc, Ấn Độ. Điều này dẫn đến rủi ro về tỷ giá, đặc biệt trong giai đoạn tỷ giá Việt Nam và ngoại tệ đang suy giảm khoảng hơn 2% từ đầu năm tới nay. Đồng thời, giá các API chính sản xuất các dòng thuốc kháng sinh đã tăng đồng loạt với mức từ 2%-3% trong 6 tháng vừa qua cũng sẽ tạo nên nguy cơ suy giảm biên lợi nhuận hoạt động của DHG trong nửa cuối năm nay.

Rủi ro về chính sách: Thông tư 02/2012 quy định về cơ chế đấu thầu thuốc mới, dựa trên các tiêu chuẩn quốc tế. Thông tư 36/2013 bổ sung rõ hơn về phân loại nhóm thuốc trong đấu thầu ETC. Tuy nhiên, việc chọn đấu thầu giá thuốc thiên về giải pháp chọn giá thuốc rẻ nhất, khiến cho các doanh nghiệp sản xuất thuốc chất lượng cao với chi phí lớn đều liên tục mất thị phần trong các năm trở lại đây.

Rủi ro về bão hòa thị trường: Một số thị trường như Analgesics hay Kháng sinh đã xuất hiện nhiều dòng thuốc mới hơn, khiến một số sản phẩm có phần chững lại, tiêu biểu như triển vọng của Haginat. Ngoài ra, rủi ro về Macro là tương đối không đáng kể khi mức chi tiêu cho y tế của Việt Nam vẫn còn tương đối thấp so với mức trung bình thế giới.

Quan điểm và định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền để xác định giá trị của cổ phiếu DHG. Đặc điểm doanh nghiệp là dòng tiền tương đối ổn định, cùng với việc chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận doanh nghiệp tăng trưởng sau khi đã tái cấu trúc và có sự tham gia sâu hơn của Taisho trong hoạt động sản xuất và kinh doanh. Giá trị của cổ phiếu DHG được xác định là 103.200/cổ phiếu (7,3% upside) với mức P/E tương ứng là 20 lần. Do vậy chúng tôi khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG đối với cổ phiếu DHG.

Bảng 2: Định giá theo phương pháp FCFF (đơn vị: triệu đồng)

Triệu	2018	2019	2020	2021	2022	Terminal
Doanh thu	4.087.844	4.360.093	4.711.260	5.117.271	5.578.200	-
Thu nhập trước thuế và lãi vay	732.645	786.972	858.399	926.784	1.002.133	-
(-) Thuế TNDN	107.710	120.081	132.341	146.214	161.353	-
(+) Khấu hao	49.475	92.967	92.967	92.967	92.967	-
(-) Thay đổi vốn lưu động	115.585	120.173	42.275	29.380	124.755	-
(-) Chi phí đầu tư	91.928	97.904	104.268	111.045	118.263	-
Dòng tiền tự do	518.757	609.679	736.044	802.351	764.093	13.977.012
Hệ số chiết khấu	0,92	0,85	0,78	0,72	0,67	
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	3.881.010					
Giá trị hiện tại của dòng tiền vĩnh viễn	9.327.081				WACC	8,4%
EV	13.208.091				g	3,0%
Vay ròng	62.855.92				rf	4,3%
Giá trị tổng số cổ phần	13.497.594				Beta	0,6
SL cổ phiếu	130.746.071				Phần bù rủi ro	10,30%
Giá trị trên mỗi cổ phiếu (VND)	VND 103.235				Re	10,48%
					Rd	5,20%

Nguồn: Bloomberg, MBS research

Ngoài ra, việc kiểm định dây chuyền sản xuất thuốc qua Malaysia và các nước khác, cũng như chúng nhận PMDA để xuất khẩu qua Nhật Bản đến năm 2019 mới chính thức hoàn thành. Nhằm tránh rủi ro như trường hợp DHG đầu tư và thất bại ở Myanmar năm 2014, chúng tôi không ước tính phần doanh thu từ xuất khẩu vào doanh thu hợp nhất trong giai đoạn tới cho đến khi có số liệu thống kê rõ ràng về giá trị DHG có thể xuất khẩu.

Trong giai đoạn sắp tới, động lực phát triển chính của DHG nằm ở mảng TPCN cũng như các thuốc hàng DHG tự sản xuất, dẫn đầu là mảng Anagesics và dòng kháng sinh Klamentin. Ngoài ra, khi Taisho cùng DHG đã hoàn tất nâng cấp nhà máy, chúng tôi dự đoán sẽ có thêm các dòng sản phẩm nước tăng lực cũng như chữa trị loãng xương, mọc tóc etc. sẽ được nhượng quyền sản xuất cho DHG nhằm đa dạng hóa sản phẩm cũng như nâng cao năng lực cạnh tranh của DHG. Ngoài ra, việc Taisho mua cổ phần DHG từ SCIC chúng tôi đánh giá nhiều khả năng sẽ mua theo hình thức chuyển nhượng, tương ứng với mức EV/EBITDA là 17,7 lần. So với mức định giá là 103.200 vnd/cp, việc Taisho mua với mức premium 13% là hợp lý cho một doanh nghiệp dẫn đầu ngành Dược phẩm trong một thị trường hơn 90 triệu dân.

Phân tích tổng quan ngành

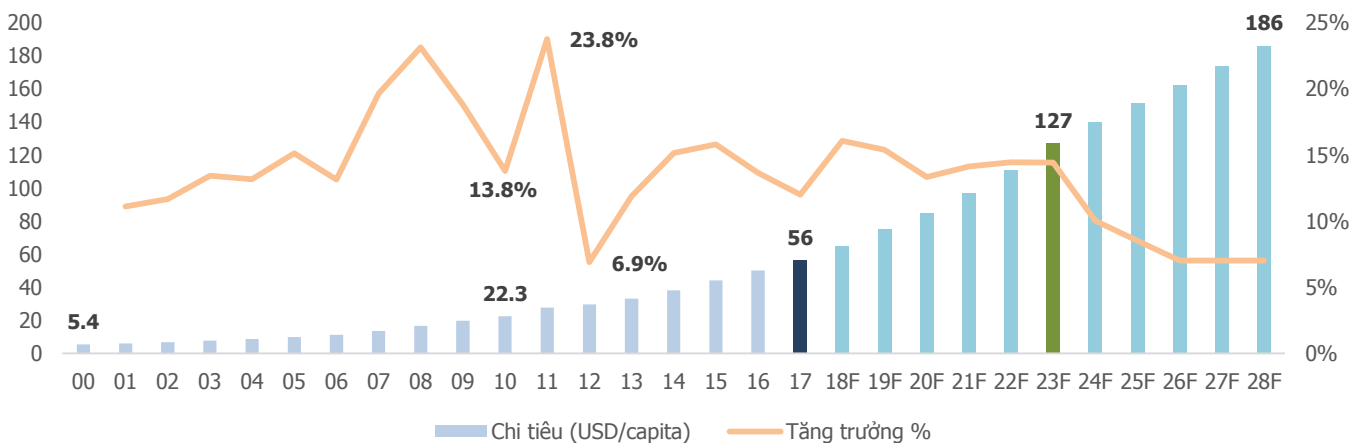
Đánh giá sự hấp dẫn của ngành

Tình hình tiêu thụ Dược phẩm nội địa

Trong năm vừa qua, tổng giá trị ngành Dược phẩm đã tăng hơn 12%, đạt giá trị mức 5,2 tỷ USD. Hiện tại, giá trị ngành Dược nội địa đã chính thức vượt qua Thái Lan (giá trị 4,82 tỷ USD), đồng thời đánh dấu năm thứ 3 liên tiếp đạt mức tăng trưởng trên 10%. Dự kiến trong vòng một thập kỷ tới, mức chi tiêu cho Dược phẩm của Việt Nam sẽ đạt mức trung bình của thế giới (không tính Mỹ), với giá trị ước tính \$127 usd/capita. Đánh dấu cho mức tăng trưởng cao liên tục trong nhiều năm liền có sự đóng góp của nhiều yếu tố, có thể kể đến:

1. Sự hồi phục của nền kinh tế, với mức tăng trưởng GDP liên tục trên 6%/năm trong vài năm qua.
2. Thu nhập của người dân tăng nhanh chóng, từ mức \$1,300 usd/capita năm 2011 lên tới \$2,385 usd/capita năm 2018.
3. Ô nhiễm môi trường và thực phẩm bẩn ngày càng nhiều.
4. Dòng vốn FDI & FII chảy vào ngành Dược ngày càng mạnh, thông qua các thương vụ M&A hay rót vốn trực tiếp đầu tư.
5. Người dân sẵn sàng chi tiêu nhiều hơn cho các loại thuốc ít gây tác dụng phụ.
6. Chính sách khuyến khích và phát triển ngành Dược phẩm của chính phủ, bắt đầu từ năm 2012.

Biểu 14: Chi tiêu cho thuốc của người Việt Nam qua từng giai đoạn (USD/capita)



Nguồn : BMI và MBS Research

Cho đến năm 2023, khi giá trị thị trường đạt mức trung bình của thế giới, tốc độ tăng trưởng sẽ chậm lại. Có hai nguyên nhân chính dẫn đến mức tăng trưởng chậm lại:

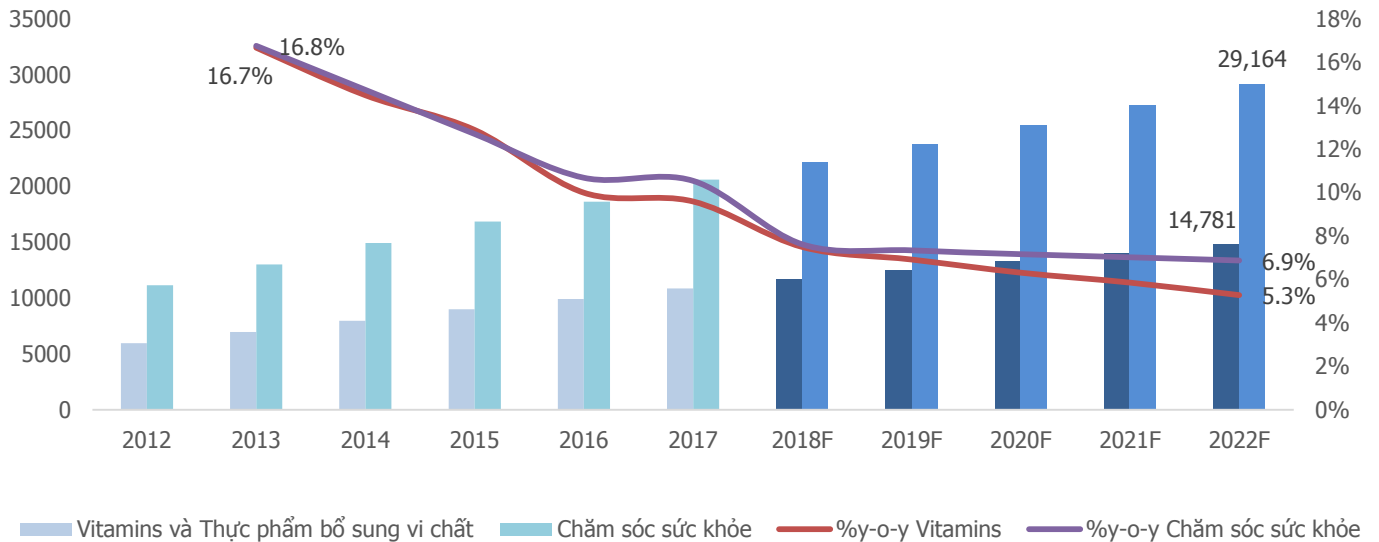
- Thứ nhất, thị trường đã dần vào giai đoạn bão hòa, mức tăng của giá trị thị trường sẽ tăng cùng với mức tăng của GDP của quốc gia.
- Ngành Hóa – Dược quốc gia xưa nay không có sự đầu tư, dẫn đến các công ty Dược nội địa hầu như không có khả năng sản xuất các loại thuốc đặc trị. Chúng tôi dự đoán rất khó có một công ty nội địa nào có thể sản xuất các loại thuốc bản quyền trong một thập niên tới, để có thể đủ tạo động lực tăng trưởng đột biến cho ngành Dược nội địa.

Tuy nhiên, trong thời gian sắp tới, ngành Dược phẩm nội địa vẫn còn nhiều dư địa tăng trưởng, đặc biệt trong bối cảnh chính phủ ngày càng có nhiều chính sách khuyến khích nội địa hóa các dòng vaccine và thuốc generics thiết yếu.

Mảng Thực phẩm chức năng – ngày một chứng kiến nhiều tay chơi lớn

Thực phẩm chức năng (TPCN) vốn là loại hình các sản phẩm hỗ trợ sức khỏe con người, tuy nhiên trong giai đoạn trước đây TPCN thường không được đánh giá cao. Ngoài ra, mảng TPCN ở Việt Nam vẫn còn bị nhập nhằng với Đông Dược, cũng như chịu một số định kiến về cách thức buôn bán. Tuy nhiên, thời gian gần đây thị trường TPCN rất hút các nhà đầu tư. Có thể kể đến việc Digiworld cùng Domesco sản xuất các sản phẩm TPCN, đặc biệt là dòng sản phẩm Kingsmen. Imexpharm cũng đẩy mạnh các dòng sản phẩm bổ mắt như Super MaxGo hay Vingroup tham gia vào sản xuất thuốc với thương hiệu Vinfa etc. Gần đây nhất, thị trường TPCN chứng kiến sự hợp tác giữa DHG và Vinamilk trong việc nghiên cứu và sản xuất các dòng TPCN mới.

Biểu 15: Giá trị thị trường chăm sóc sức khỏe và nhóm Vitamins và Thực phẩm bổ sung vi chất qua các năm



Source: EuroMonitor, FNI Singapore, MBS Research

Dựa trên số liệu, chúng tôi dự phóng tổng giá trị thị trường chăm sóc sức khỏe sẽ đạt giá trị 1,4 tỷ USD, tương đương 29,164 tỷ đồng. Trong đó, mảng TPCN, bao gồm vitamins, thực phẩm bổ sung vi chất và các loại khác ước tính giá trị là 14,781 tỷ đồng. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng sụt giảm khá mạnh, chỉ còn 5,3% ở mảng Vitamins và vi chất và 6,9% ở toàn mảng chăm sóc sức khỏe. Nguyên nhân chính dẫn đến suy giảm tốc độ là do thị trường dần bão hòa. Theo ước tính ở biểu 14, cho đến năm 2023 mức tiền chi tiêu cho dược phẩm ở Việt Nam sẽ ngang bằng với mức trung bình trên thế giới.

Ngành Dược phẩm vẫn nóng FDI và nới Room ngoại

Trong hai năm vừa qua, ngành Dược phẩm vẫn chưa thu hút được dòng vốn FDI dù chính phủ rất kỳ vọng cùng với ngành Điện tử – ngành Dược phẩm trong các năm tới sẽ có những bước chuyển mình mạnh mẽ. Nhưng theo thống kê của Bộ Kế Hoạch và Đầu Tư, cho đến thời điểm hiện tại chỉ có 30 dự án đầu tư ngành Dược đi vào hoạt động với số vốn đăng ký hơn 500 triệu USD. Đây thực sự là con số rất khiêm tốn so 51,2 tỷ USD tổng mức đầu tư FDI vào Việt Nam trong hai năm 2016 – 2017. Chúng tôi kỳ vọng việc nới room sở hữu ngoại sẽ là điểm hấp dẫn mới nhằm thu hút thêm nhiều vốn đầu tư FDI vào các doanh nghiệp sản xuất thuốc nội địa. Minh chứng rõ nét nhất, ngay khi nhà nước chấp thuận nới 100% room ngoại cho Domesco, Abbott lập tức mua trọn 51% để trở thành cổ đông chi phối. Hiện tại, Dược Hậu Giang đã được chấp thuận mở hoàn toàn room ngoại, và chỉ sau một thời gian ngắn Taisho Pharmaceutical Ltd đã có công văn chào mua công khai cổ phần của DHG. Chúng tôi dự đoán, SCIC sẽ dần dần thoái khỏi DHG trong vòng từ 2018 cho đến 2020. Nếu việc mở room diễn ra thành công cho cả đôi bên, việc sắp tới sẽ có thêm các công ty khác được nới room sẽ diễn ra thuận lợi và nhanh chóng hơn. Theo lộ trình thoái vốn nhà nước, các doanh nghiệp tiếp theo khi nới room sẽ thu hút được rất nhiều nhà đầu tư ngoại sẽ là Traphaco và Imexpharm, hai cái tên đứng hàng đầu trong phân khúc Đông Dược và thuốc đặc trị ở Việt Nam.

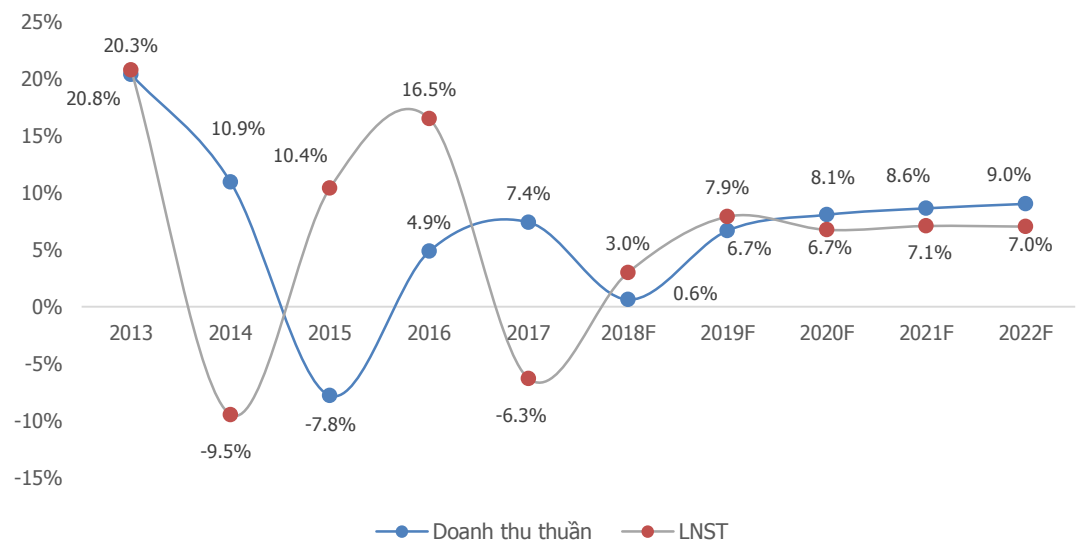
Phân tích tình hình tài chính

Doanh thu và lợi nhuận sau thuế tăng trưởng ổn định sau giai đoạn khủng hoảng

Trong giai đoạn từ 2007 – 2012 là giai đoạn phát triển rực rỡ của DHG khi tốc độ tăng trưởng doanh thu liên tục hơn 20%/năm. Tuy nhiên, giai đoạn từ 2014 – 2017 DHG gặp khá nhiều khó khăn trong việc phát triển. Nguyên nhân chính đến từ hai yếu tố:

- Giai đoạn 2014 – 2015, DHG gặp vấn đề về nhà phân phối. Với mô hình cũ là các đại lý bán sỉ tập trung phần lớn nguồn hàng và phân phối, đã dẫn đến yếu tố trữ hàng để hưởng chiết khấu. Trong một số giai đoạn năm 2014, giá thuốc DHG đã chênh lệch hoàn toàn giữa các điểm bán với nhau, dẫn đến quyết định hủy bỏ các nhà thuốc sỉ – chỉ tập trung vào nhà thuốc lẻ. Đó cũng là nguyên nhân dẫn đến tốc độ tăng trưởng LNST năm 2015 tăng cao, trong khi doanh thu suy giảm, chủ yếu đến từ hiệu ứng “low basement” của LNST trong năm 2014.
- Trong giai đoạn 2015 – 2017: doanh thu và lợi nhuận của DHG có sự tăng trưởng đóng góp phần lớn từ việc ưu đãi thuế cũng như kinh doanh bao bì và phân phối các loại hàng hóa khác. Tuy nhiên, khi có chủ trương thoái vốn của SCIC, doanh thu của DHG đã dẫn bó hẹp lại, chỉ tập trung vào các hoạt động kinh doanh cốt lõi.

Biểu 17: Tốc độ tăng trưởng Doanh thu thuần và LNST

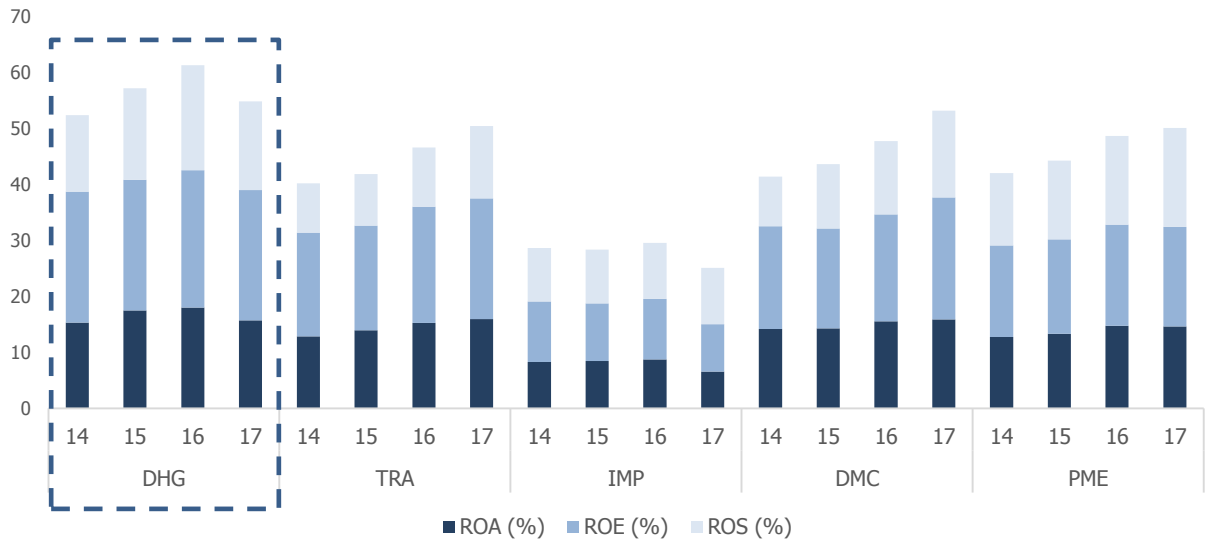


Nguồn : BCTN DHG. MBS Research

Chúng tôi dự đoán trong giai đoạn 2020 – 2022 sẽ có nhiều chuyển biến tích cực hơn, khi các dây chuyền thuốc sỏi bột PIC/s và PMDA xuất khẩu sẽ đi vào vận hành, giúp cải thiện biên lợi nhuận hoạt động. Do đó, năm 2018 sẽ là năm bản lề cho việc tái cơ cấu khi hoàn thành M&A các nhà máy như PP1 vào công ty. Doanh thu năm 2018 chúng tôi dự báo doanh thu thuần chỉ tăng nhẹ 0,6% nhưng LNST tăng nhẹ lên 3% nhờ vào việc chi phí bán hàng cũng như quản lý doanh nghiệp được tiết giảm. Trong 1H2018, chi phí SG&A đã tiết giảm được 2% so với cùng kỳ, đặc biệt chi phí quản lý doanh nghiệp 1H2018 đã tiết kiệm được 21% so với cùng kỳ 1H2017.

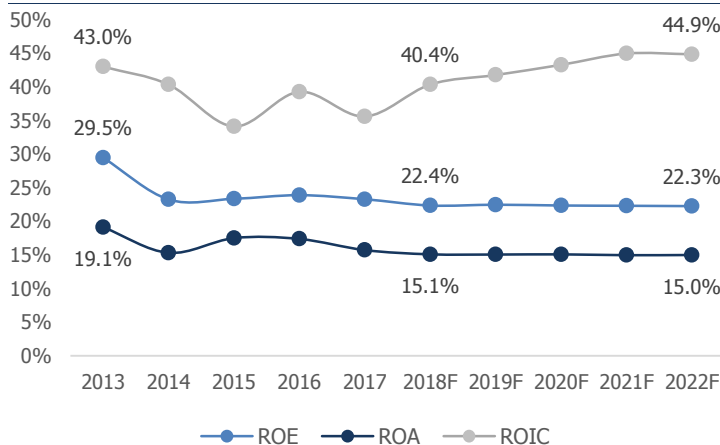
Biên lợi nhuận cao nhất trong top 5 công ty đầu ngành

Trong số 5 công ty đầu ngành Dược nội địa, DHG là công ty duy nhất chuyên sản xuất các dòng thuốc generics với volume lớn, dẫn đầu một số phân khúc như Analgesics hay TPCN phòng ngừa đột quỵ. Đồng thời, DHG cũng sở hữu hai dòng kháng sinh trong quá khứ liên tục đứng trong top các sản phẩm kháng sinh bán chạy nhất là Haginat và Klamentin. Ngoài ra, DHG là một trong những doanh nghiệp tiên phong trong áp dụng công nghệ quản trị tiên tiến như SAP-ERP hay BSC, nên chi phí của DHG được quản lý chặt chẽ, thấp hơn so với các công ty cùng ngành.

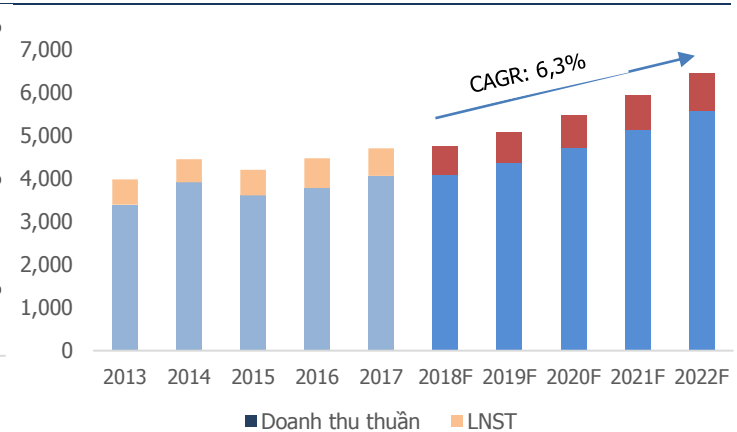
Biểu 18: Tỷ suất lợi nhuận của năm công ty Dược nội địa có quy mô lớn nhất

Nguồn: MBS Research

Ở trong tỷ lệ doanh thu của DHG, kênh ETC chỉ chiếm quanh 10%, nhưng đóng góp vào LNST là không cao, chỉ từ 6% - 7%. Nhưng đó cũng khá may mắn cho DHG, vì thời gian vừa qua, kênh ETC phải chịu nhiều biến động từ chính sách của nhà nước, dẫn đến sự suy giảm thị phần của các doanh nghiệp chuyên đầu thầu thuốc ETC truyền thống như IMP hay DMC. Chúng tôi dự phóng cho đến năm 2022, các chỉ số như ROA, ROE chỉ biến động nhẹ, duy chỉ có tỷ suất lợi nhuận của ROIC được nâng cao khi các nhà máy mới có thêm các hợp đồng xuất khẩu, cũng như các dòng sản phẩm mới thay thế với biên lợi nhuận tốt hơn.

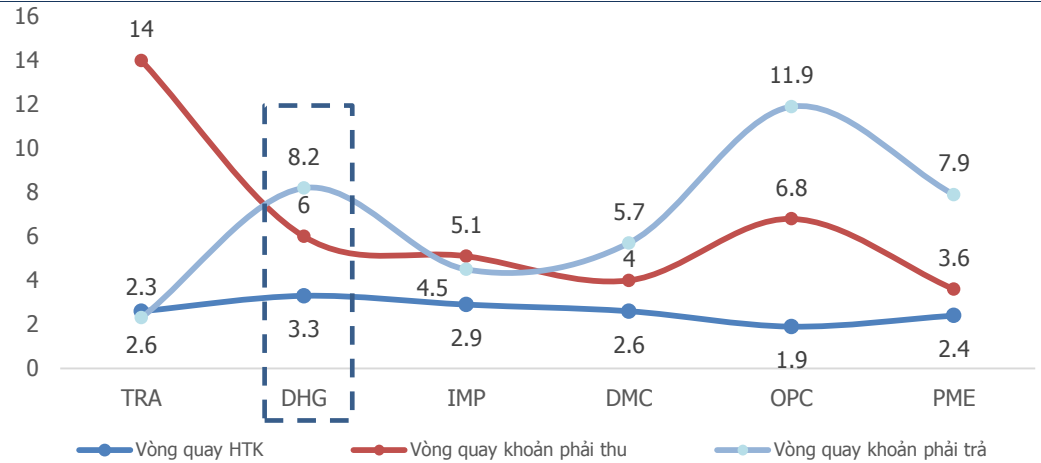
Biểu 19: Tỷ suất lợi nhuận qua các năm của DHG

Nguồn: FS DHG, MBS Research

Biểu 20: Dự phóng tốc độ tăng trưởng doanh thu và LNST (tỷ đồng)

Nguồn: FS DHG, MBS Research

So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành, các chỉ số của DHG đều ở mức tương đối tốt. Do có cả các dòng sản phẩm giá trị lớn – khối lượng nhỏ như kháng sinh hay các dòng thuốc giảm đau – hạ sốt với đặc tính khối lượng lớn – giá trị nhỏ, nên các chỉ số phải thu và phải trả của DHG là tương đối cao. DHG cũng chưa thực sự có khả năng chiếm dụng vốn tốt như các công ty chuyên sản xuất các loại kháng sinh như IMP hay PME. Nhưng bù lại, công ty có vòng quay hàng tồn kho cao hơn hẳn trung bình ngành, với mức là 3,3, giúp doanh nghiệp ít chịu rủi ro về tồn kho cũng như đẩy mạnh vốn lưu động của doanh nghiệp. Đồng nghĩa với việc dù doanh thu của DHG tương ứng với tổng doanh thu của 3 công ty Dược lớn trong ngành, nhưng hệ thống quản trị vẫn rất tốt, luôn duy trì ở mức hiệu quả cao hơn so với mức trung bình ngành.

Biểu 21: So sánh tỷ lệ vòng quay tài chính giữa các công ty

Nguồn: MBS Research

Tóm tắt và dự phóng báo cáo tài chính

Kết quả kinh doanh	2017	2018F	2019F	2020F	Chỉ số chính	2017	2018F	2019F	2020F
Doanh thu thuần	4,062,753	4,087,844	4,360,093	4,711,260	Khả năng sinh lời				
Giá vốn hàng bán	2,279,638	2,224,951	2,325,825	2,487,242	Biên lợi nhuận gộp	43.9%	45.6%	46.7%	47.2%
Lợi nhuận gộp	1,783,116	1,862,893	2,034,268	2,224,018	Biên EBITDA	20.3%	21.7%	22.0%	21.8%
Doanh thu hoạt động tài chính	81,590	87,302	92,540	97,600	Biên lợi nhuận sau thuế	15.8%	16.2%	16.4%	16.2%
Chi phí tài chính	-24,541	-34,080	-40,704	-47,268	ROE	23.3%	22.4%	22.5%	22.4%
Phần lãi hoặc lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	-1,206	-1,032	-1,100	-1,189	ROA	15.7%	15.1%	15.1%	15.1%
Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp	1,050,471	1,075,921	1,175,869	1,297,234	Tăng trưởng				
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	732,645	786,972	858,399	926,784	Doanh thu	7.4%	0.6%	6.7%	8.1%
Lợi nhuận khác	6,074	6,074	6,074	6,074	Lợi nhuận gộp	4.6%	4.5%	9.2%	9.3%
Lợi nhuận trước thuế	719,249	769,356	833,893	894,197	Lợi nhuận trước thuế và khấu hao	-5.6%	7.4%	9.1%	8.0%
Lợi nhuận sau thuế	642,389	661,647	713,812	761,856	Lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ)	-6.3%	3.0%	7.9%	6.7%
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	642,408	661,647	713,812	761,856	EPS	-37.8%	3.0%	7.9%	6.7%
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	570,986	590,225	631,048	680,471					

Bảng cân đối kế toán	2017	2018F	2019F	2020F	Thanh khoản	2017	2018F	2019F	2020F
Tài sản ngắn hạn	2,939,185	3,246,866	3,606,406	3,913,601	Thanh toán hiện hành	2.32x	2.38x	2.40x	2.48x
I. Tiền & tương đương tiền	549,777	482,162	692,657	913,479	Thanh toán nhanh	0.98x	1.27x	1.29x	1.37x
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	684,615	1,248,621	1,248,621	1,248,621	Nợ/tài sản	2.8%	-5.8%	-1.9%	2.4%
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	788,004	731,267	794,962	840,713	Nợ/vốn chủ sở hữu	2.9%	5.9%	2.0%	2.4%
IV. Hàng tồn kho	633,808	683,744	727,172	744,505	Khả năng thanh toán lãi vay	29.9x	23.1x	21.1x	19.6x
V. Tài sản ngắn hạn khác	273,061	91,153	133,074	156,364					
Tài sản dài hạn	1,148,295	1,138,467	1,134,615	1,137,126	Định giá				
I. Các khoản Phải thu dài hạn	3,450	3,450	3,450	3,450	Cổ tức	33.3%	35.4%	38.2%	40.8%
II. Tài sản cố định	1,414,283	1,506,212	1,604,116	1,708,383	EPS (VND)	4,913	5,061	5,460	5,827
1. Tài sản cố định hữu hình	821,517	811,689	807,837	810,348	BVPS (VND)	19,253	20,791	22,450	24,220
2. Tài sản cố định vô hình	241,790	241,790	241,790	241,790					
III. Bất động sản đầu tư	0	0	0	0					
IV. Tài sản dở dang dài hạn	63,484	91,928	97,904	104,268					
V. Đầu tư tài chính dài hạn	14,538	14,538	14,538	14,538					
VI. Tài sản dài hạn khác	31,049	31,049	31,049	31,049					
Tổng tài sản	4,087,480	4,385,334	4,741,021	5,050,727					
Nợ phải trả	1,328,386	1,425,203	1,564,003	1,642,225					
I. Nợ ngắn hạn	1,264,937	1,361,754	1,500,554	1,578,776					
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	262,987	292,312	295,967	306,846					
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	469,800	657,255	755,843	831,428					
II. Nợ dài hạn	63,449	95,323	105,039	110,514					
1. Các khoản phải trả dài hạn	44,414	66,726	73,527	77,360					
2. Các khoản phải trả dài hạn khác	0	0	0	0					
Vốn chủ sở hữu	2,747,423	2,945,917	3,160,061	3,388,618					
1. Vốn điều lệ	1,307,461	1,307,461	1,307,461	1,307,461					
2. Thặng dư vốn cổ phần	6,779	6,779	6,779	6,779					
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	1,433,184	1,631,678	1,845,821	2,074,378					
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	11,671	14,214	16,957	19,885					
Tổng nguồn vốn	4,075,809	4,371,120	4,724,064	5,030,843					

LIÊN HỆ: Trung tâm nghiên cứu

TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU MBS

Phạm Thiên Quang – (Quang.PhamThien@mbs.com.vn) – Văn phòng chính

Nguyễn Thị Huyền Dương – (Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn) – Trưởng nhóm khu vực phía Nam

Bất động sản, bảo hiểm

Dương Đức Hiếu (Hiieu.DuongDuc@mbs.com.vn)

Ngân hàng

Nguyễn Thị Quế Anh (Anh.NguyenThiQue@mbs.com.vn)

Chứng khoán

Phạm Việt Duy (Duy.PhamViet@mbs.com.vn)

Hàng không

Nguyễn Nam Khoa (Khoa.NguyenNam@mbs.com.vn)

Hàng tiêu dùng

Nguyễn Thị Huyền Dương (Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn)

Vật liệu xây dựng & Cao su thiên nhiên

Nguyễn Bảo Trung (Trung.NguyenBao@mbs.com.vn)

Dầu, khí và điện

Nguyễn Hoàng Bích Ngọc (Ngoc.NguyenHoangBich@mbs.com.vn)

Dược phẩm & CNTT

Nguyễn Đăng Thiện (Thien.NguyenDang@mbs.com.vn)

Mức đánh giá cổ phiếu: Khuyến nghị dựa trên sự chênh lệch giữa giá mục tiêu 12 tháng và giá hiện tại:

Mức đánh giá **Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/ giá hiện tại**

MUA

>=20%

PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG

Từ 10% đến 20%

PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG

Từ -10% đến +10%

KHÔNG PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG

Từ -10% đến - 20%

BÁN

<= -20%

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN NGÂN HÀNG QUÂN ĐỘI (MBS)

Được thành lập vào tháng 5 năm 2000. MBS là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên hoạt động ở Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán dẫn đầu tại Việt Nam, cung cấp nhiều dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu, tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và bảo lãnh phát hành. Mạng lưới chi nhánh và phòng giao dịch của MBS vẫn không ngừng mở rộng và hoạt động hiệu quả tại những thành phố lớn như Hà Nội, Thành phố Hồ Chí Minh, Hải Phòng và những khu vực trọng yếu khác. Khách hàng của MBS chủ yếu là những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, những định chế tài chính và doanh nghiệp. Là một trong những thành viên của tập đoàn MB, bao gồm MB Land, AMC, MB Capital, công ty chứng khoán VIET R.E.M, MB Finance, MBS có thể tận dụng nguồn nhân lực, tài chính và công nghệ đáng kể để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà ít công ty chứng khoán ở Việt Nam có thể cung cấp.

MBS tự hào khi được công nhận:

- Công ty dẫn đầu môi giới – đứng đầu trong thị phần môi giới kể từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu nổi tiếng với đội ngũ chuyên viên phân tích giàu kinh nghiệm cung cấp những sản phẩm nghiên cứu và bình luận về thị trường chứng khoán cũng như nền kinh tế.
- Công ty cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư đáng tin cậy cho những khách hàng doanh nghiệp.

TRỤ SỞ CHÍNH CỦA MBS

Tòa nhà MB, 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
 Tel: +84 4 3726 2600 – Fax: +84 4 3726 2600
 Website: www.mbs.com.vn

LƯU Ý: Bản quyền, MBS 2014. TẤT CẢ ĐỀU ĐƯỢC BẢN QUYỀN. Những nghiên cứu được các tác giả thu nhập từ những nguồn đáng tin. Đối với quan điểm của MBS, các quan điểm được trình bày trong báo cáo là của mỗi tác giả và không nhất thiết liên quan. Không có bất kỳ thông tin cũng như ý kiến nào được viết cho mục đích quảng cáo hoặc khuyến nghị mua / bán bất kỳ chứng khoán nào. Không thể sao chép, lưu trữ bất kỳ phần nào của ấn phẩm này, được lưu trữ trong hệ thống truy xuất, hoặc truyền đi, dưới bất kỳ hình thức nào hoặc bằng bất kỳ phương tiện nào, ghi âm điện tử, cơ khí, photocopy hoặc nếu không có sự cho phép trước bằng văn bản của MBS.