

**Ngành Dược phẩm**

Báo cáo Đại hội cổ đông

Tháng 3, 2015

Khuyến nghị

Giá kỳ vọng (VND)

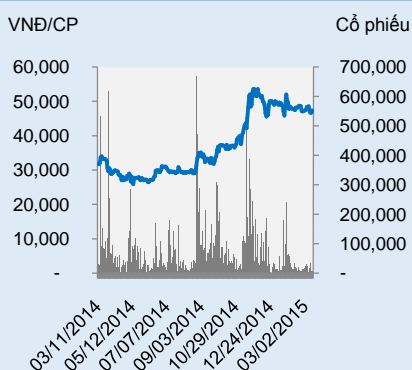
Giá thị trường (16/03/2015) **47.100**

Lợi nhuận kỳ vọng

**THÔNG TIN CỔ PHẦN**

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	25.900-53.500 VNĐ
Vốn hóa	467 tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	9.913.692 cp
KLGD bình quân 10 ngày	14.604 cp
% sở hữu nước ngoài	8,1%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	600 VNĐ/cp
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	1,2%
Beta	0,86

**BIẾN ĐỘNG GIÁ**



	YTD	1T	3T	6T
DCL	49,1%	-2,1%	-8,5%	47,2%
VN-Index	-1,3%	1,2%	4,2%	-7,2%

Chuyên viên phân tích

**Nguyễn Hoàng Thanh Nga**

(84 8) 3914 6888 ext: 150

Nguyenhoangthanhnga@baoviet.com.vn

# CTCP Dược phẩm Cửu Long

Mã giao dịch: DCL

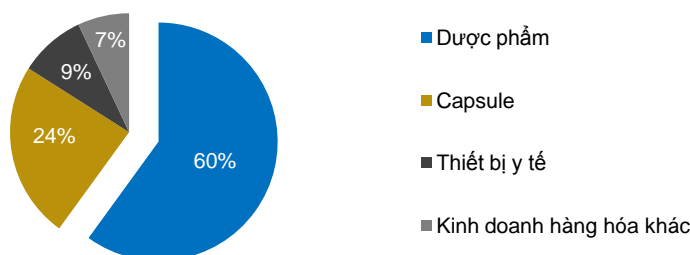
Reuters: DCL.HM

Bloomberg: DCL VN

**Kết quả kinh doanh năm 2014**

**Doanh thu thuần đạt 709,6 tỷ đồng, đạt 95% kế hoạch đề ra, tăng 5% so với năm 2013.** Doanh thu chủ yếu đến từ mảng dược phẩm (60%), trong đó kênh nhà thuốc chiếm 80% và kênh bệnh viện chỉ chiếm 20%. Đáng lưu ý, kinh doanh Capsule gặp cạnh tranh gay gắt nên công suất không đạt được mức tối đa.

**Cơ cấu doanh thu DCL 2014**



**Vấn đề đáng lưu ý nhất tại DCL là công nợ và hàng tồn kho cao.** Năm 2014 chi phí quản lý 63,2 tỷ tăng 16% so với năm 2013 do DCL trích lập chi phí dự phòng khoản phải thu khó đòi 30 tỷ (hơn 8% tổng tài sản) và chi phí dự phòng giảm giá hàng tồn kho 6 tỷ.

**Tuy nhiên lợi nhuận sau thuế của DCL theo báo cáo vẫn đạt được mức tăng trưởng 5%** theo giải thích từ phía công ty do DCL tập trung vào khai thác danh mục thuốc có biên lợi nhuận cao hơn cải thiện lợi nhuận gộp biên.

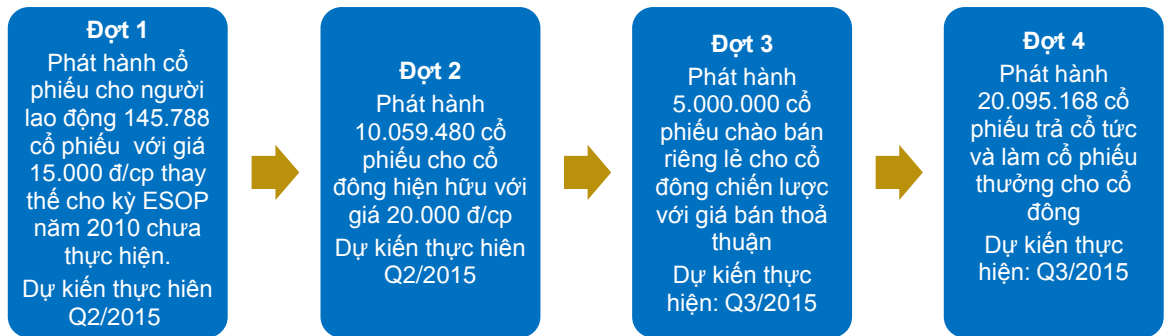
**Cập nhật Đại hội cổ đông 2015**

Đại Hội Cổ Đông của DCL năm nay thông qua nhiều điểm chính ảnh hưởng lớn đến hoạt động và định hướng của doanh nghiệp sau này:

❑ **FIT (Công ty cổ phần đầu từ F.I.T - HSX: FIT) – cổ đông lớn của DCL với sở hữu hiện tại 16,13% đã được Đại Hội Đồng Cổ Đông thông qua kế hoạch tăng lượng nắm giữ đến 65%.** Với sự thay đổi này FIT sẽ chính thức trở thành công ty mẹ của DCL chi phối toàn bộ kế hoạch đầu tư trong tương lai của doanh nghiệp này.

❑ **Đáng lưu ý Đại Hội Đồng cổ đông cũng thông qua quyết định thay đổi điều lệ theo đó cuộc họp đại hội đồng cổ đông được tiến hành khi có số cổ đông dự họp đại diện 51% số phiếu biểu quyết thay vì 65% như trước đây theo thay đổi mới của luật doanh nghiệp 2014 (tham khảo Điều 141).**

❑ **Đại Hội Đồng Cổ Đông thông qua kế hoạch tăng vốn thêm 35 triệu cổ phiếu (gấp 3,5 lần số cổ phiếu hiện tại 9.913 triệu cổ phiếu) với số vốn thu được khoảng 350-400 tỷ.** Kế hoạch tăng vốn cụ thể như sau:



Kế hoạch sử dụng vốn huy động mới của DCL mục tiêu đầu tư vào mảng dược phẩm và thiết bị y tế. Cụ thể trong đó là kế hoạch nâng chuẩn nhà máy lên chuẩn EU GMP hoặc PIC/S GMP với nhà máy dược phẩm và đầu tư mở rộng thêm sản phẩm của mảng dược phẩm và cả mảng thiết bị y tế. Tuy nhiên theo chúng tôi vấn đề cấp thiết của DCL vẫn là vấn đề tỷ trọng nợ vay và vốn lưu động, chúng tôi cho rằng vốn huy động được có thể được dùng cho các mục đích này.

☐ **Phương án chia cổ tức 2014 thay đổi từ 10-15% tiền mặt thành 10% cổ phiếu. Trong vòng 3 năm tới DCL sẽ chỉ chia cổ tức bằng cổ phiếu.** Chúng tôi nhận định việc huy động vốn từ cổ đông có thể hỗ trợ DCL phát triển một số kế hoạch đầu tư bên cạnh việc giảm tỷ trọng nợ trên cơ cấu nguồn vốn. Tuy nhiên với việc phát hành cổ phiếu với số lượng lớn đồng nghĩa với áp lực cổ tức lên DCL từ năm 2015 này do đó Doanh nghiệp có chia sẻ trong 3 năm tới DCL sẽ chỉ chia thưởng cổ tức bằng cổ phiếu.

☐ **Đại Hội Đồng Cổ Đông thông qua việc ủy quyền cho Hội Đồng Quản Trị quyết định các khoản đầu tư mua bán tài sản có giá trị bằng hoặc lớn hơn 35% tổng giá trị tài sản của công ty ghi trong báo cáo tài chính gần nhất kiểm toán.**

### Kế hoạch 2015

**DCL đặt chỉ tiêu doanh thu tăng trưởng 18% so với 2014 nhờ vào đẩy mạnh phát triển kinh doanh mảng dược phẩm qua kênh OTC.**

Mặc dù DCL đã cho thấy những thay đổi tích cực trong các năm trở lại đây nhưng chúng tôi nhận định tình hình kinh doanh của DCL cũng sẽ gặp nhiều khó khăn trong tình hình hiện tại. Đối với thị trường dược Việt Nam, tiêu thụ qua kênh ETC chiếm khoảng 70% giá trị thuốc toàn thị trường tuy nhiên sau thay đổi về đấu thầu thuốc tại kênh này thì đa phần các doanh nghiệp dược nội địa chưa thể đầu tư nâng cấp nhà máy đều tập trung khai thác kênh OTC. Do đó áp lực cạnh tranh đối với các doanh nghiệp dược nội địa hiện nay vô cùng lớn. Bên cạnh đó DCL đang gặp khó khăn trong mảng sản xuất viên nang cứng capsule khi năm 2014 nhà máy không thể hoạt động hết công suất theo kế hoạch đề ra. Trên cơ sở này, mức tăng trưởng kế hoạch 18% trong năm 2015 chúng tôi nhận định là khó khăn trong điều kiện hiện nay của DCL. Chúng tôi dự phóng tăng trưởng doanh thu 2015 của DCL ở mức trung bình ngành khoảng 8%.

Đvt: Tỷ đồng	2015 kế hoạch	2014	Tăng/giảm	
			Giá trị	Tỷ lệ (%)
<b>Doanh thu thuần</b>	840	710	130	18,31%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	50	31,7	18,3	57,73%

Lợi nhuận sau thuế được công ty dự tính tăng 57.73% so với năm 2014. Chúng tôi nhận định kế hoạch tăng trưởng lợi nhuận sau thuế này là khả quan do việc phát hành vốn sẽ hỗ trợ doanh nghiệp nguồn vốn lưu động hoạt động kinh doanh, giảm tỷ trọng nợ vay ngắn hạn và qua đó giảm chi phí tài chính trong năm. Bên cạnh đó việc cơ cấu lại danh mục thuốc tập trung vào sản phẩm có biên lợi nhuận cao cùng với việc giảm trích lập dự phòng khoản phải thu khó đòi theo chia sẻ của doanh nghiệp cũng sẽ hỗ trợ cho kế hoạch lợi nhuận 2015 này.

### Nhận xét

Đối với những thay đổi lớn trong kỳ đại hội cổ đông lần này của DCL, chúng tôi nhận định như sau:

Mặt tích cực:

- Việc FIT trở thành nâng sở hữu lên 65% sẽ tạo ra một cuộc cách mạng thực sự có những cải tổ tích cực cho bộ máy hiện tại của DCL.
- Kế hoạch tăng vốn của DCL chính là cơ hội tốt để doanh nghiệp có nguồn vốn giải quyết các vấn đề tài chính qua đó cải thiện các chỉ tiêu lợi nhuận và đồng thời có nguồn vốn tài trợ cho các kế hoạch đầu tư cho thời gian tiếp theo.

Tuy nhiên, chúng tôi nhận định thận trọng đối với cổ phiếu DCL vì các lý do sau:

- Doanh nghiệp chưa chia sẻ chi tiết các thông tin về kế hoạch sử dụng vốn phát hành mới.
- Đối với mảng dược phẩm và sản xuất viên nang cứng Capsule (chiếm đến 87% doanh thu), những lợi thế cạnh tranh của DCL chưa rõ ràng so với các doanh nghiệp cùng ngành.
- P/E sau pha loãng của DCL ở mức cao so với mức trung bình ngành. Cụ thể chúng tôi tính toán P/E forward của DCL sau pha loãng khoảng 16,74 - khá cao so với trung bình ngành chỉ 10,7 trên cơ sở số liệu cung cấp bởi DCL như sau:  
Giá cổ phiếu sau pha loãng dự kiến là 18.600 đồng/cổ phiếu. Số lượng cổ phiếu sau pha loãng dự kiến là 45 triệu cổ phiếu.

Chúng tôi sẽ tiếp tục theo dõi các kế hoạch của DCL về tái cấu trúc công ty, kế hoạch sử dụng vốn phát hành thêm, đối tác chiến lược và các quyết định liên quan đến tài sản hiện có của doanh nghiệp để có thể cập nhật thêm về triển vọng tăng trưởng của DCL trong thời gian tới.

**THÔNG TIN SỞ HỮU**

Sở hữu nhà nước	0%
Sở hữu nước ngoài	8,1%
Sở hữu khác	91,9%

**CÓ ĐỒNG LỚN**

Nguyễn Tuấn Khai	20,17%
Đỗ Văn Khá	16,18%
CTCP Đầu tư FIT	16,13%
CTCP Đầu tư Thiên Long An Thịnh	6,32%

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO**
**Kết quả kinh doanh**

Đơn vị (tỷ VNĐ)	2010	2011	2012	2013	2014
Doanh thu	558	630	612	675	710
Giá vốn	410	466	441	461	470
Lợi nhuận gộp	147	164	171	213	240
Doanh thu tài chính	5	3	5	0	0
Chi phí tài chính	44	79	63	37	22
Lợi nhuận sau thuế	12	(31)	19	30	32

**Bảng cân đối kế toán**

Đơn vị (tỷ VNĐ)	2010	2011	2012	2013	2014
Tiền & khoản tương đương tiền	25	18	8	16	18
Các khoản phải thu ngắn hạn	298	323	250	190	193
Hàng tồn kho	193	236	164	178	175
Tài sản cố định hữu hình	262	249	229	212	193
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-	-
<b>Tổng tài sản</b>	<b>792</b>	<b>842</b>	<b>666</b>	<b>612</b>	<b>593</b>
Nợ ngắn hạn	335	462	313	251	219
Nợ dài hạn	61	30	18	0	-
Vốn chủ sở hữu	280	229	250	280	306
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>792</b>	<b>842</b>	<b>666</b>	<b>612</b>	<b>593</b>

**Chỉ số tài chính**

Chỉ tiêu	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>					
Tăng trưởng doanh thu (%)	-3,1%	13,0%	-2,9%	10,3%	5,2%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-83,0%	-362,2%	-162,2%	58,1%	4,6%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>					
Lợi nhuận gộp biên (%)	26,4%	26,0%	27,9%	31,6%	33,8%
Lợi nhuận thuần biên (%)	2,1%	-4,9%	3,1%	4,5%	4,5%
ROA (%)	1,6%	-3,8%	2,5%	4,7%	5,3%
ROE (%)	4,0%	-12,1%	8,0%	11,4%	10,8%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,65	0,73	0,63	0,54	0,48
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	1,83	2,67	1,67	1,18	0,94
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>					
EPS (đồng/cổ phần)	1.184	(3.106)	1.932	3.056	3.198
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	28.221	23.146	25.186	28.241	30.828

## THUYẾT MINH BÁO CÁO

**Giá kỳ vọng.** Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,..). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

### Các mức khuyến nghị

Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



## **KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG**

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

## **BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ**

### **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt**

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999