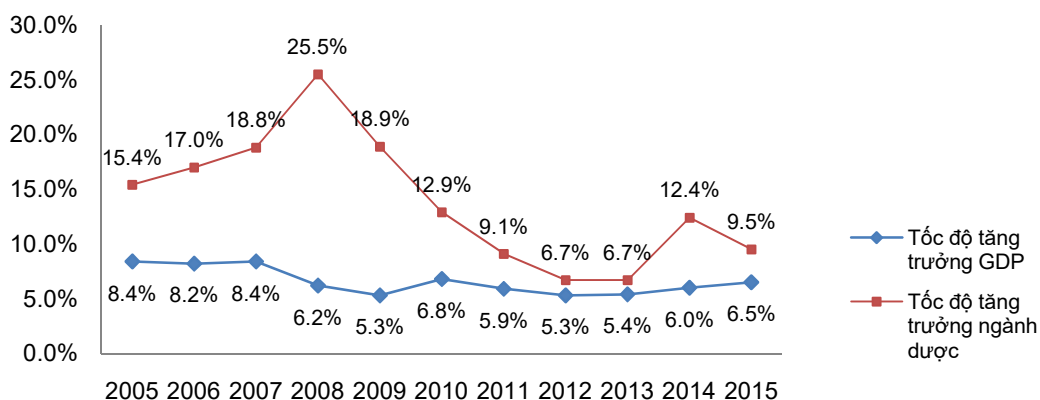


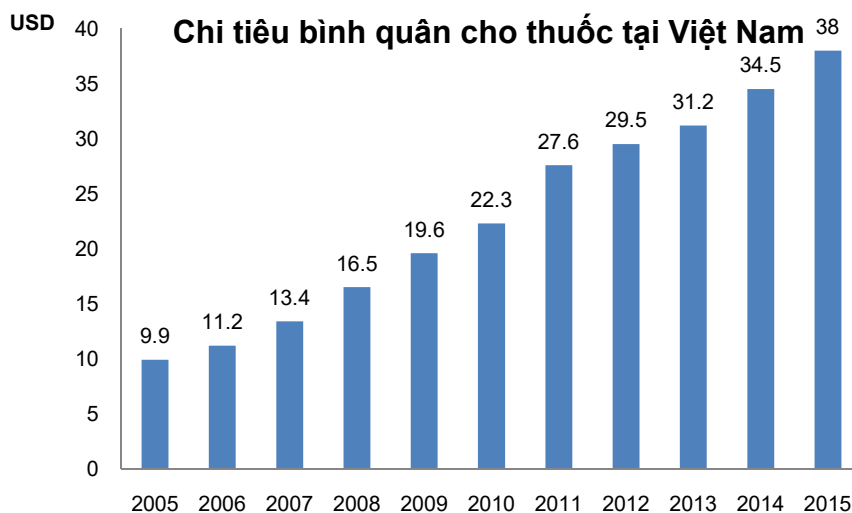
Thị trường dược Việt Nam- cơ hội và thách thức**Tiềm năng từ dân số vàng**

Là ngành không có tính chu kỳ, ngành dược Việt Nam- ngành không thể thiếu được đối với sức khỏe con người, đã thực sự tăng trưởng nhanh hơn tốc độ tăng trưởng GDP trong thập kỷ vừa qua. Bên cạnh đó, theo bà Vũ Thu Hằng, phó phòng thương mại và công nghiệp Việt Nam, chi nhánh Thành phố Hồ Chí Minh, tốc độ tăng trưởng bình quân của ngành dược trong giai đoạn 2015-2020 xấp xỉ 16%, cao hơn tốc độ tăng trưởng của GDP ở mức 6.67%.

Tăng trưởng GDP và ngành dược

Nguồn: Cục Quản lý dược và Tổng cục thống kê

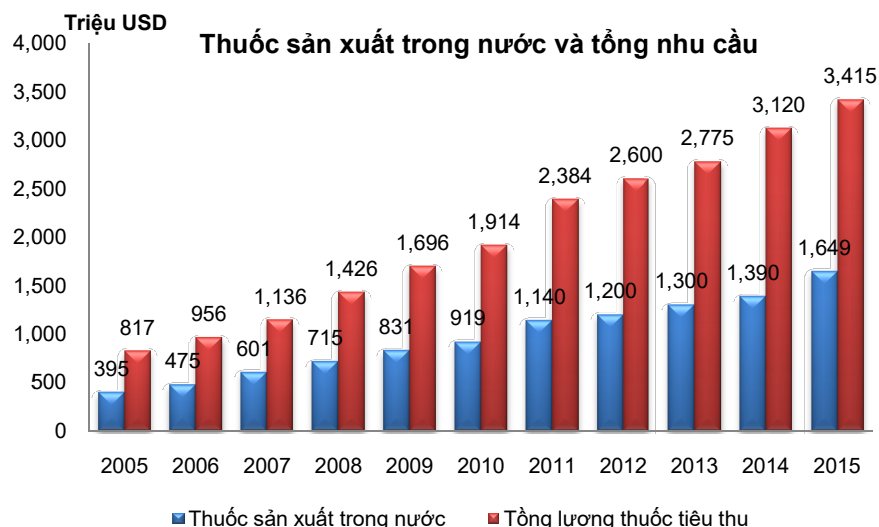
Mức chi tiêu bình quân đầu người cho thuốc còn thấp tại Việt Nam và dân số đông là những nhân tố tích cực cho sự phát triển của ngành dược trong tương lai. Theo thống kê năm 2014 của Cục Quản lý dược, mức chi tiêu bình quân đầu người xấp xỉ 34.5 USD, thấp hơn các quốc gia trong khu vực như Thái Lan (68.7 USD), Singapore (148.8 USD)... cũng như mức chi tiêu của thế giới ở mức 153 USD và thấp hơn rất nhiều so với các quốc gia phát triển khác như Nhật Bản (876 USD), Mỹ (1,087 USD)....



Nguồn: Cục Quản lý dược Việt Nam

BÁO CÁO PHÂN TÍCH –DHG – TRUNG LẬP

Bên cạnh đó, thuốc sản xuất trong nước vẫn chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ trong tổng lượng thuốc được tiêu thụ, khoảng ít hơn 50%. Theo chiến lược phát triển quốc gia đối với ngành dược, tới năm 2020, thuốc sản xuất trong nước sẽ chiếm 80% tổng nhu cầu, điều này cho thấy sẽ có nhiều chính sách ưu đãi cho các doanh nghiệp ngành dược Việt Nam.



Nguồn: Cục Quản lý dược và Tổng cục thống kê

Thách thức thị hội nhập

Mặc dù tiềm năng nhưng các công ty dược Việt Nam cũng phải đối mặt với rất nhiều khó khăn.

Trước tiên, hiệp định TPP được kỳ vọng sẽ có hiệu lực vào năm 2018, sẽ giảm thuế từ mức 2.5% về 0% tạo cơ hội cho các nhà sản xuất thuốc nước ngoài xuất khẩu thêm nhiều thuốc vào Việt Nam. Tuy nhiên, tác động từ việc giảm thuế suất nhỏ như vậy là không đáng kể. Điều quan trọng hơn là việc gia tăng thời hạn bảo hộ đối với thuốc độc quyền, theo đó, các nhà sản xuất thuốc trong nước không được phép sản xuất thuốc generics- thuốc có thành phần tương tự như công thức thuốc ban đầu cho đến khi hết thời gian bảo hộ.

Thời gian bảo hộ dài hơn sẽ giảm khả năng tiếp cận với các loại thuốc tiên tiến, làm giảm doanh thu và lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất thuốc generics của Việt Nam. Tuy nhiên, lợi ích từ việc có thêm nhiều cơ hội hợp tác trong việc sản xuất và phân phối thuốc với các công ty dược nước ngoài là không thể phủ nhận.

Thứ hai, theo Thông tư 01 và Nghị định 63/2014/NĐ-CP về đấu thầu thuốc tại kênh bệnh viện, nhà thầu có mức giá thấp nhất sẽ được lựa chọn để giảm chi phí. Do đó, cạnh tranh sẽ gia tăng đáng kể khi có sự tham gia của các nhà sản xuất thuốc có chất lượng thấp hơn. Gia tăng cạnh tranh trong thị trường ETC cũng dẫn tới cạnh tranh khốc liệt hơn trong thị trường OTC.

Cuối cùng, hầu hết nguyên liệu đầu vào là nhập khẩu (80-90%), dựa vào nguồn cung nguyên liệu quá nhiều từ nước ngoài là một bất lợi của các công ty dược Việt Nam.

Tổng quan về Công ty Dược Hậu Giang

Hoạt động kinh doanh chính

Hoạt động kinh doanh chính của DHG là sản xuất và thương mại dược phẩm, thực phẩm chức năng và dược mỹ phẩm; trong đó, dược phẩm chiếm tỷ trọng chủ yếu (83.5%, 85.6 và 68.9% trong năm 2013, 2014 và 2015).

Phân tách doanh thu theo chức năng điều trị, Kháng sinh và Giảm đau- Hạ sốt đóng góp tương ứng 39% và 24% và 37% còn lại đến từ các ngành hàng Dinh dưỡng (6%), Hô hấp (5%), Tim mạch (5%), Thần kinh - Nhãn khoa (5%), Cơ - Xương - Khớp (5%), Tiêu hóa (5%), Gan mật (3%), Chăm sóc da (3%). Trong giai đoạn 2016-2020, DHG tiếp tục giữ ngành hàng Kháng sinh và Giảm đau – Hạ sốt là các ngành hàng chủ đạo với tỷ trọng trong doanh thu lần lượt là trên 37% và 18%.

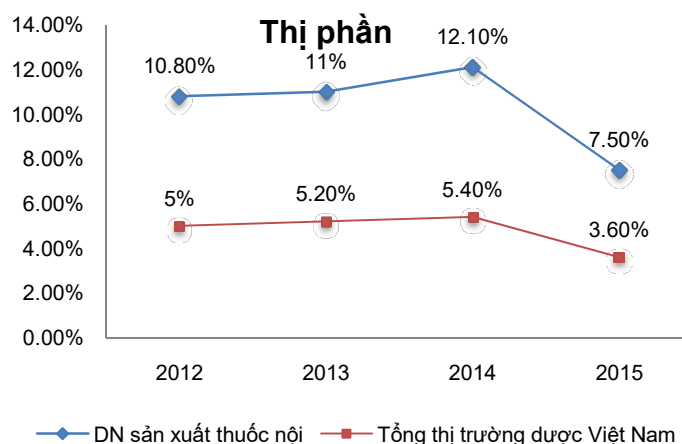
Thị trường nội địa chiếm phần lớn doanh thu của DHG với 99%. Hệ thống phân phối của DHG được coi là sâu rộng và lớn nhất Việt Nam, bao phủ hầu hết cửa hàng bán lẻ và bệnh viện trên toàn quốc với 24 chi nhánh, 12 công ty con. Về thị trường xuất khẩu, DHG đã xuất khẩu sản phẩm tới 13 quốc gia: Moldova, Ukraina, Myanmar, Nga, Mông Cổ, Campuchia, Lào, Singapore...nhưng sự đóng góp của thị trường xuất khẩu khiêm tốn với 1%.

Thị phần

Tại Việt Nam, DHG là công ty dược phẩm niêm yết lớn nhất trên thị trường xét trên giá trị vốn hóa. Tại Đông Nam Á, DHG cũng nằm trong top 10 doanh nghiệp dược niêm yết theo thông tin công từ Bloomberg. Theo đó, DHG xếp thứ 6 về giá trị vốn hóa, thứ 7 về doanh thu và thứ 5 về lợi nhuận sau thuế vào năm 2014.

Thị trường ngành dược Việt Nam khá phân tán và không có doanh nghiệp nào nắm quyền chi phối. Theo IMS Health, DHG là công ty dược nội địa duy nhất nằm trong top 10 công ty, dẫn đầu bởi công ty Sanofi của Pháp. Theo chúng tôi, cơ hội được chia đều cho tất cả các công ty.

Bên cạnh việc doanh thu sụt giảm, chúng tôi tính toán thấy rằng thị phần của DHG cũng suy giảm trong năm 2015. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng rằng kết quả kinh doanh tốt hơn trong quý 1/2016 là tín hiệu tích cực cho việc tăng thị phần của DHG trong thời gian tới.



Nguồn: Cục Quản lý dược VN, DHG, tính toán của KIS

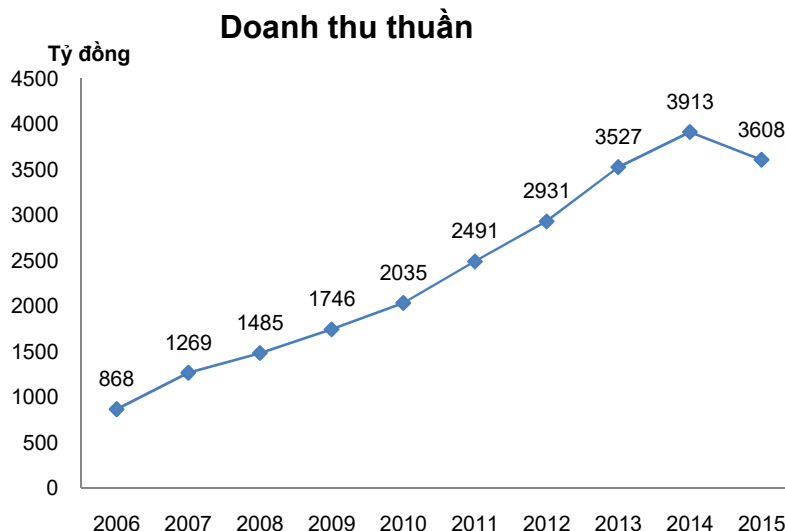
BÁO CÁO PHÂN TÍCH –DHG – TRUNG LẬP

Đối với các đối thủ trong nước, trong khi Traphaco tập trung vào thuốc đông dược và trở thành công ty đứng đầu trong lĩnh vực này; Domesco, OPC hay Imexpharm tìm kiếm các đối tác chiến lược nước ngoài để tận dụng lợi thế về vốn và kiến thức.

Lùi một bước để tiến hai bước?

2015 là năm đầu tiên suy giảm.....

2015 là năm đầu tiên DHG ghi nhận doanh thu sụt giảm kể từ khi cổ phần hóa



Trước tiên, do tác động của thông tư 01 và Nghị định 63/2014/NĐ-CP, DHG gặp phải sự cạnh tranh gay gắt hơn trên cả thị trường OTC và ETC. Để đảm bảo chất lượng sản phẩm, giá của DHG thường cao hơn đối thủ cạnh tranh, gây bất lợi trên thị trường ETC. Hầu hết các nhà sản xuất thuốc trong nước đều cảm thấy khó khăn trên thị trường ETC nên đã tập trung hơn trên thị trường OTC. Năm 2015, doanh thu thuần từ kênh thương mại và điều trị tương ứng giảm 5.7% và 24.4% so với cùng kỳ, dẫn tới tổng doanh thu giảm 7.8%. Cụ thể, đối với kênh điều trị, sản lượng và doanh thu đấu thầu lần lượt giảm 32.6% và 24%.

Thứ 2 là, trong Q4/2014, doanh thu tăng 42% so với Q3/2014 (29% nếu loại bỏ doanh thu sản xuất và phân phối Eugica), đã dẫn đến gia tăng hàng tồn kho của các khách hàng của DHG, làm cho doanh thu Q1/2015 giảm 41.5% so với quý trước và 8% so với cùng kỳ.

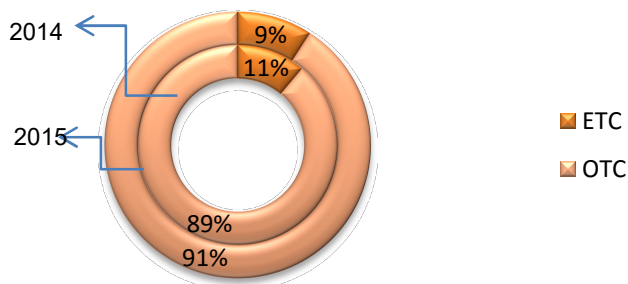
Một lý do khác là do tác động của Thông tư 200 quy định về việc ghi nhận doanh thu và chi phí. Chi phí chiết khấu được hạch toán là khoản giảm trừ doanh thu thay vì chi phí bán hàng, do đó giảm trừ doanh thu năm 2015 gấp gần 12 lần lên mức 544 tỷ đồng từ 46 tỷ đồng năm 2014.

Thông tin sai lệch về sản phẩm Unikids gây ra cái chết của bé gái cũng tác động tiêu cực đối với hoạt động của DHG, dẫn tới sụt giảm doanh thu của nhãn hàng này, mặc dù tháng 1/2016, kết luận cuối cùng cho thấy không có sự liên quan nào tới DHG. Tất cả những lý do này đã dẫn đến sự sụt giảm doanh thu trong năm 2015.

....nhưng cũng là năm chuyển giao của chiến lược phát triển mới

Gặp khó khăn trong kênh ETC, DHG mở rộng hoạt động trên kênh OTC vì có thời gian thu tiền nhanh hơn và sự tự chủ trong kinh doanh.

Tỷ trọng OTC và ETC



Năm 2015, DHG chấp nhận mức tăng trưởng thấp hơn để tái cấu trúc hệ thống bán hàng (tổ chức lại đội ngũ bán hàng, giảm danh mục bán hàng trên mỗi nhân viên bán hàng để tăng khả năng tiếp thị trên mỗi sản phẩm, nới lỏng chính sách chiết khấu..) nhằm lấy lại sự tăng trưởng cao như các năm trước.

Những nỗ lực này đã mang lại hiệu ứng tích cực ban đầu. Chi phí bán hàng giảm 58.4% so với cùng kỳ, chủ yếu là do giảm chi phí nhân viên, hội thảo và chiết khấu và khuyến mãi. Chi phí quản lý doanh nghiệp cũng giảm 16%.

Tỷ đồng	2014	2015	%n/n
Doanh thu thuần	3,913	3,608	-7.8%
EBITDA (không bao gồm LN khác)	799	783	-2%
<i>Biên EBITDA (%)</i>	20.4%	21.7%	
Chi phí lãi vay ròng	30	22	26.7%
Thu nhập khác	32.6	30.0	
LN ròng	534	593	11%
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	13.6%	16.4%	
EPS đã điều chỉnh (VND)	6,118	6,754	
ROA (%)	16%	17%	
ROE (%)	25%	25%	

Trong năm 2015, giá vốn hàng bán tăng 23% so với cùng kỳ. Điều này được gây ra bởi sự phá giá 5% của đồng VND so với USD trong khi 90% nguyên liệu của DHG là nhập khẩu và việc ghi nhận giá trị của hàng khuyến mại kèm điều kiện theo thông tư 200 là giá vốn hàng bán thay vì chi phí bán hàng.

Mặc dù EBITDA thấp hơn, DHG vẫn ghi nhận lợi nhuận ròng và tỷ suất lợi nhuận cao hơn. Trong năm 2015, nhờ chi phí khuyến mãi không bị giới hạn ở mức trần 15% doanh thu và ưu đãi thuế (nếu không chi phí thuế của DHG có thể tăng thêm 50 tỷ đồng), lợi nhuận ròng tăng 11% từ 534 tỷ đồng năm 2014 lên 539 tỷ đồng năm 2015. Đặc biệt Công ty TNHH MTV Dược Hậu Giang được miễn thuế 100% trong năm 2015 và còn tiếp tục trong các năm tiếp theo.

BÁO CÁO PHÂN TÍCH –DHG – TRUNG LẬP

Danh mục sản phẩm tập trung hơn

Năm 2015, Dược Hậu Giang đã tái cấu trúc danh mục sản phẩm, loại bỏ các sản phẩm có không sinh lợi. Số lượng nhãn hàng đóng góp 50% doanh thu sản phẩm do DHG sản xuất đã giảm xuống 9 nhãn hàng trong năm 2015 từ 12 nhãn hàng năm 2014.

Top 9 nhãn hàng DHG sản xuất năm 2015



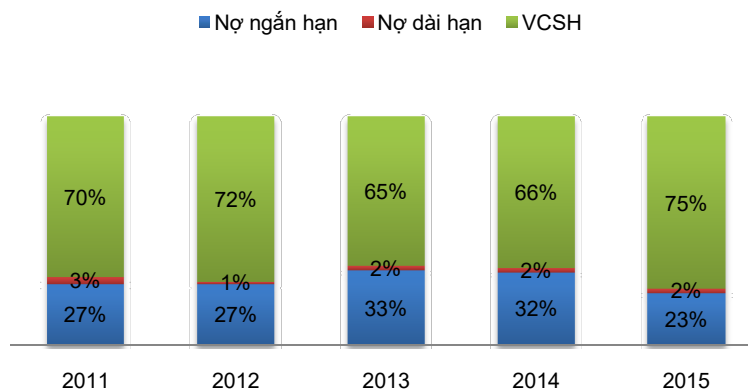
Top 12 nhãn hàng DHG sản xuất năm 2014



2015- tăng khả năng trả nợ

Cơ cấu tài sản và nguồn vốn tiếp tục nghiêng về phần nguồn vốn khi lợi nhuận tiếp tục được cải thiện. Đáng chú ý, trong khi vốn chủ sở hữu tăng 10.7% so với cùng kỳ, nợ phải trả 10% so với cùng kỳ, đạt mức thấp nhất tỷ trọng thấp nhất trong tổng nguồn vốn trong giai đoạn 2011-2015.

Cơ cấu nguồn vốn



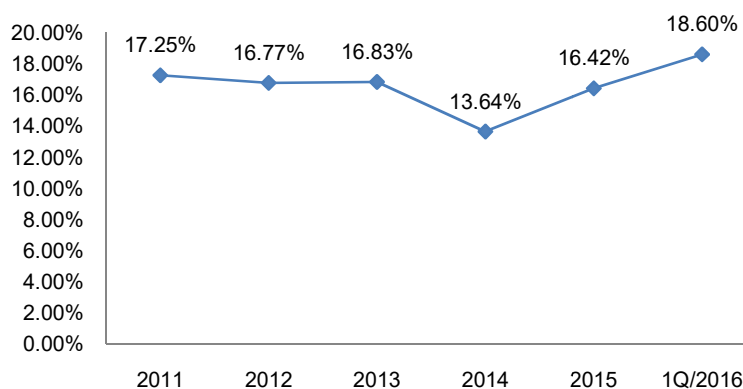
Trong khi vay nợ ngắn hạn tăng 53% từ 177 tỷ đồng năm 2014 lên 271 tỷ đồng năm 2015, nợ phải trả giảm 347 tỷ đồng vì chi phí phải trả giảm 92% từ 266 tỷ đồng năm 2014 xuống 22 tỷ đồng năm 2015 do thay đổi trong việc ghi nhận chiết khấu thương mại, khuyến mãi và hỗ trợ, làm giảm các khoản phải thu khách hàng trên phần tài sản và chi phí phải trả bên phần nguồn vốn

Q1/2016 tiếp tục được cải thiện

VND bn	1Q/2015	1Q/2016	%YoY
Doanh thu thuần	669	815	21.8%
EBITDA (Không bao gồm LN khác)	154.7	189.8	22.7%
Biên EBITDA (%)	20.4%	21.7%	
Chi phí lãi vay ròng	3.4	8.9	
Thu nhập khác	-1.8	-4.1	
LN ròng	112	152	35.7%
Biên LN (%)	16.7%	18.7%	
EPS đã điều chỉnh (VND)	1,287	1,747	

Doanh thu tăng 22% so với cùng kỳ, đạt mức doanh thu quý 1 cao nhất từ trước tới nay. Hơn nữa, khả năng sinh lợi cũng thể hiện bức tranh sáng sủa hơn trong Q1/2016 so với các năm trước. Biên lợi nhuận không những cao hơn Q1/2015 mà còn cao nhất trong giai đoạn 2011-2015.

Net profit margin



BÁO CÁO PHÂN TÍCH –DHG – TRUNG LẬP

Tuy nhiên, sự cải thiện trên cũng một phần do mức cơ sở thấp trong năm 2015.

Quản lý chi phí hiệu quả là chưa đủ

Rõ ràng, mặc dù biên lợi nhuận được cải thiện đáng kể nhưng không có dấu hiệu rõ ràng cho việc những ngày tươi đẹp của các năm trước của DHG sẽ quay lại nhanh chóng. Việc xây dựng nhà máy sủi bọt đạt tiêu chuẩn PIC/S bị chậm trễ sẽ ảnh hưởng tới việc cạnh tranh trên thị trường ETC vì sản phẩm đạt tiêu chuẩn PIC/S sẽ là lợi thế đối với DHG. Bên cạnh đó, sự chậm trễ ảnh hưởng một phần tới việc sản xuất thuốc Hapacol- một trong những sản phẩm chính cho sự phát triển của công ty, cùng với Natto Enzym và Naturenz.

DHG tiếp tục tập trung ngành thuốc kháng sinh (chiếm 39% doanh thu năm 2015), những thay đổi trong chính sách hạn chế lạm dụng thuốc kháng sinh có thể xảy ra sẽ ảnh hưởng tới kết quả kinh doanh của DHG trong tương lai.

Mặc dù DHG có kế hoạch mở rộng hoạt động xuất khẩu sang Lào, Campuchia, công ty nói riêng và các doanh nghiệp dược Việt Nam nói chung có thể thu ngay trên sân nhà. Ngày càng có nhiều sản phẩm thuốc được nhập khẩu, đặc biệt là từ Ấn Độ.

Như đã đề cập ở trên, cạnh tranh gia tăng trên cả thị trường OTC và ETC cũng như những khó khăn trong việc phát triển thuốc generics do TPP rõ ràng ảnh hưởng lớn tới hoạt động kinh doanh của DHG.

Định giá

Chúng tôi định giá cp DHG ở mức 88,000 đồng tại thời điểm cuối 2016 dựa trên phương pháp so sánh.

	Ngành dược	Ước tính DHG năm 2016	Giá DHG năm 2016
PE	13.6x	EPS = VND7,099	96,500
PB	2.47x	BVPS = VND32,000	79,000
Trung bình			88,000

STT	Mã	Công ty	Vốn hóa (Tỷ đồng)	12T PE (x)	PB (x)
1	GMC	Công ty CP Dược Hậu Giang	7,173	11.4	2.7
2	DCL	Công ty CP Dược Cửu Long	901	12.27	0.77
3	DMC	Công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu Y tế Domesco	1,830	12.17	2.21
	IMP	Công ty CP Dược phẩm Imexpharm	1,259	14.36	1.36
	OPC	Công ty CP Dược phẩm OPC	911	11.69	1.91
	TRA	Công ty CP Traphaco	3,662	19.21	3.1
	PE trung bình theo vốn hóa			13.6x	
	PB trung bình theo vốn hóa				2.47x

* Loại trừ dữ liệu âm hoặc bất thường. Nguồn: StockPlus. Dữ liệu tại ngày 13/06/2016.

BÁO CÁO PHÂN TÍCH –DHG – TRUNG LẬP

Liên hệ:

Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Maritime Bank Tower
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM
Tel: (+84 8) 3914 8585
Fax: (+84 8) 3821 6898

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6, CTM Tower
299 Cầu Giấy, Q.Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3974 4448
Fax: (+84 4) 3974 4501

Phòng Phân tích Doanh nghiệp

Trưởng phòng Phân tích Doanh nghiệp

Hoàng Huy
(+84 8) 3914 8585 (x1450)
huy.hoang@kisvn.vn

Chuyên viên Phân tích – Năng lượng, hàng hóa, logistics

Trần Hà Xuân Vũ
(+84 8) 3914 8585 (x1459)
vu.th@kisvn.vn

Chuyên viên Phân tích – Tiêu dùng

Lê Thị Nụ
(+84 8) 3914 8585 (x1460)
nu.lt@kisvn.vn

Phòng Phân tích Vĩ mô

Trưởng phòng Phân tích Vĩ mô

Bạch An Viễn
(+84 8) 3914 8585 (x1449)
vien.ba@kisvn.vn

Chuyên viên Phân tích Kỹ thuật

Từ Vĩ Trí
(+84 8) 3914 8585 (x1451)
tri.tv@kisvn.vn

Phòng Khách hàng Định chế

Giám đốc Quan hệ Khách hàng định chế

Lâm Hạnh Uyên
(+84 8) 3914 8585 (x1444)
uyen.lh@kisvn.vn

BÁO CÁO PHÂN TÍCH –DHG – TRUNG LẬP

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS.