

Ngành Dược

Báo cáo cập nhật

Tháng 11, 2016

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **134.900**

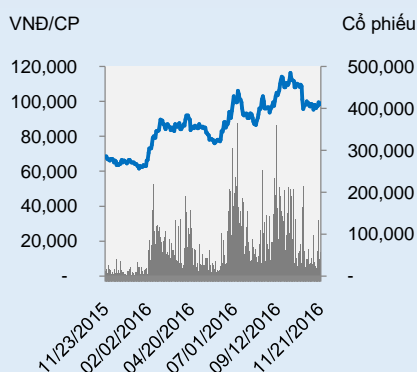
Giá thị trường (21/11/2016) 98.400

Lợi nhuận kỳ vọng 37,1%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	61.500-116.300
Vốn hóa	8.577 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	87.164.330
KLGD bình quân 10 ngày	51.825
% sở hữu nước ngoài	49%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	3.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	3%
Beta	1

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
DHG	50,2%	0,9%	5,2%	26,2%
VN-Index	17,4%	-0,3%	0,7%	8,7%

Chuyên viên phân tích

Lê Duy Khánh

(84 8) 3914 6888 ext 255

leduykhanh@baoviet.com.vn

CTCP Dược Hậu Giang

Mã giao dịch: DHG

Reuters: DHG.HM

Bloomberg: DHG VN

Hiệu quả tích cực từ tái cơ cấu hệ thống bán hàng. Tiếp tục duy trì vị thế dẫn đầu.

DHG hoàn thành quá trình tái cơ cấu toàn diện hệ thống bán hàng đã triển khai từ năm 2015. Doanh nghiệp hoàn toàn kiểm soát được hệ thống bán hàng đồng thời tăng đáng kể độ phủ của hệ thống. Kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm 2016 thể hiện rõ nét kết quả của quá trình tái cơ cấu này. 9T/2016 ghi nhận 2.607,9 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng nhẹ 6,1%yoy, đạt 470,6 tỷ đồng LNST, tăng 10,5% yoy.

Ước kết quả LNST 2016 tăng tốt. Dự báo cả năm 2016 DHG có thể đạt được 3.763 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng nhẹ 4,3% yoy. Lợi nhuận sau thuế đạt 679,7 tỷ đồng, tăng 14,5% yoy. EPS đạt 7.018 đồng/cp.

Kỳ vọng tăng trưởng cao hơn kể từ năm 2017. Doanh thu thuần dự báo đạt 4.280 tỷ, tăng 13,7% so với số ước 2016. Lợi nhuận sau thuế năm 2017 dự báo đạt 828,4 tỷ đồng, tăng mạnh 22% so với 2016. Nhờ đóng góp của 2 yếu tố chính: doanh thu tăng trưởng khoảng 13,7% và thuế TNDN giảm mạnh từ 8,2% xuống còn 5,9%, EPS 2017 đạt 8.360 đồng/cp.

Khuyến nghị. Chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu DHG dựa trên một số điểm nhấn đầu tư sau: Trước hết, nền tảng vững chắc DHG xây dựng nhiều năm qua đang phát huy hiệu quả, giúp doanh nghiệp tăng trưởng tốt trong thời gian tới. DHG có thể mạnh rất lớn với kênh phân phối có độ phủ sâu rộng, đồng thời đội ngũ bán hàng và marketing có năng lực, được xây dựng trên hệ thống quản lý hiệu quả. Công ty có thể tận dụng thế mạnh của mình để đẩy mạnh doanh thu các mặt hàng chủ lực, cũng như đưa các sản phẩm mới vào hệ thống. Lợi nhuận sau thuế dự báo tăng 2 con số liên tục trong 5 năm tới. Điểm nhấn đầu tư thứ 2 là với mức tăng trưởng lợi nhuận sau thuế năm 2017 dự báo ở mức 22%, PE 2017 chỉ ở mức 11,8 lần, khá thấp với vị thế là doanh nghiệp được dẫn đầu ngành, tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận tốt. Theo phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền DHG được định giá ở mức **134.900 đồng/cp.**

Chỉ số tài chính		2013A	2014A	2015A	2016E
Doanh thu	Tỷ đồng	3.527	3.913	3.608	3.763
LNST	Tỷ đồng	594	534	594	680
EPS	VND	7.971	5.169	5.748	7.018
BV	VND	30.307	26.121	28.925	33.143
P/E	x	12,3	19,0	17,1	14,0
P/B	x	3,2	3,8	3,4	3,0

(Nguồn: DHG, BVSC tổng hợp)

Hiệu quả tái cơ cấu thể hiện trong KQKD 9T2016

DHG hoàn thành quá trình tái cơ cấu toàn diện hệ thống bán hàng đã triển khai từ năm 2015. Trước đây trên 50% doanh thu tập trung vào một số khách hàng lớn. Các khách hàng này thường tận dụng các đợt khuyến mãi lớn của DHG hoặc chính sách chiết khấu cao khi mua số lượng lớn để dự trữ hàng, sau đó phân phối lại cho các điểm bán lẻ (nhà thuốc, phòng khám). Khi đó, người sử dụng cuối cùng sẽ không được hưởng các chính sách khuyến mại mà doanh nghiệp đưa ra. Thay vào đó, các khách hàng lớn sẽ hưởng phần lớn lợi ích. Bên cạnh đó, chính sách bán hàng cũ còn phát sinh 2 điểm tiêu cực lớn. Thứ nhất, DHG sẽ không quản lý được giá bán tới khách hàng cuối cùng, giá bán tùy thuộc vào giá các khách hàng lớn bán lại cho các khách hàng nhỏ hơn. Thứ hai, DHG buộc phải duy trì tỷ lệ chiết khấu và các chính sách khuyến mại đủ hấp dẫn để các khách hàng lớn mua sản phẩm của DHG. Vì những điểm hạn chế này, công ty đã tiến hành tái cơ cấu hệ thống bán hàng của mình. Theo đó, DHG tiến hành bỏ hình thức phân phối sỉ trực tiếp, các chi nhánh bán hàng của DHG sẽ có nhân viên chăm sóc và bán hàng trực tiếp đến tất cả khách hàng, tăng độ phủ của hệ thống bán hàng. Khi đó người bán cuối cùng các sản phẩm của DHG sẽ được hưởng gần như toàn bộ các ưu đãi doanh nghiệp đưa ra, đồng thời công ty có thể kiểm soát được giá bán tới khách hàng cuối cùng.

Năm 2015 là năm DHG quyết liệt thực hiện những thay đổi này, do đó công ty chấp nhận hy sinh trong ngắn hạn cả về doanh thu lẫn lợi nhuận. Một mặt DHG bị mất một số khách hàng lớn và các thị trường mà các khách hàng lớn này phụ trách, nên doanh thu bị sụt giảm. Mặt khác, để các khách hàng tiếp tục phân phối các sản phẩm được Hậu Giang, công ty đã tăng các chương trình khuyến mại, điều này ảnh hưởng đến lợi nhuận của doanh nghiệp.

Năm 2016 DHG đã hoàn thành quá trình tái cơ cấu của mình, đã hoàn toàn kiểm soát được hệ thống bán hàng đồng thời tăng đáng kể độ phủ của hệ thống. Nhờ đó doanh nghiệp có thể giảm chiết khấu trực tiếp trên giá bán cho khách hàng, giảm khuyến mại, mà vẫn đảm bảo được phần hoa hồng hấp dẫn cho người bán lẻ (nhờ không qua trung gian là các nhà phân phối sỉ trực tiếp hoặc các khách hàng lớn...). Phần chi phí tiết kiệm được, DHG dùng để tái đầu tư cho các mục tiêu bền vững hơn như: nâng cao năng lực đội ngũ quản lý, cải thiện quy trình, xây dựng đội ngũ bán hàng, đồng thời tăng chi phí xây dựng thương hiệu, giúp độ nhận biết của sản phẩm DHG tăng lên. BVSC đánh giá điều này là rất tích cực, có thể giúp DHG tiếp tục củng cố vị trí dẫn đầu của mình trong nhiều năm tới.

Kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm 2016 thể hiện rõ nét kết quả của quá trình tái cơ cấu nêu trên:

- ✓ Về doanh thu, năm 2016, DHG đã bỏ hình thức phân phối sỉ trực tiếp. Nếu như 9T/2015 doanh thu này còn 64,8 tỷ đồng thì 9T/2016 không còn doanh thu từ hình thức này nữa. Tỷ lệ chiết khấu trực tiếp trung bình của 9 tháng đầu năm 2016 là 8,5% trên giá bán, trong khi cùng kỳ tỷ lệ này cao hơn, chiếm 11,7% giá bán. Trong kỳ, doanh thu hàng khuyến mãi có điều kiện (ví dụ mua 1 tặng 1) là 127 tỷ đồng, đã giảm 51,5% yoy. Mặc dù giảm các chương trình khuyến mãi như trên cũng sẽ làm giảm doanh thu được hạch toán, nhưng **9T/2016 vẫn ghi nhận 2.607,9 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng nhẹ 6,1%yoy**. Ngoài ra, tăng trưởng doanh thu chưa cao như kỳ vọng là do DHG đang gặp một số khó khăn trong việc xin lại số đăng ký thuốc khi chuyển sản xuất từ nhà máy cũ qua nhà máy mới. Điểm tích cực là trong 9 tháng đầu năm 2016, doanh thu của **9 nhãn hàng chính** chiếm trên 50% tổng doanh thu hàng DHG sản xuất gồm: Hapacol, Klamentin, Haginat, Naturenz, Apitim, NattoEnzym, Bocalex, Apitim, Bipp, Mitux **đã tăng trên 20%**.
- ✓ Việc giảm chiết khấu trực tiếp trên giá bán, giảm khuyến mãi bằng hàng hóa đã giúp lợi nhuận gộp biên của DHG tăng mạnh trong kỳ, tăng đến 5,5 điểm %, đạt 45,3%.
- ✓ Chi phí bán hàng và quản lý tăng mạnh. Chi phí bán hàng tăng đột biến 44,5% yoy, chủ yếu do chi phí cho nhân viên bán hàng tăng 46,2 tỷ, tăng mạnh 30,4% yoy và chi phí quảng cáo tăng gấp 2,1 lần so với cùng kỳ, tăng 72,7 tỷ. Chi phí quản lý doanh nghiệp cũng tăng mạnh 30,3 tỷ đồng, tăng 17,4%yoy chủ yếu do chi phí nhân viên tăng 43,3 tỷ, tăng mạnh 36,4% yoy.
- ✓ Tỷ lệ lợi nhuận trước thuế/doanh thu thuần giảm 1,1 điểm % so với 9T/2015, tuy nhiên trong kỳ DHG chỉ chịu thuế TNDN 8,3% so với mức 16,7% cùng kỳ. Do đó biên lợi nhuận ròng được cải thiện, tăng 0,7 điểm % so với cùng kỳ. Thuế suất DHG giảm nhờ công ty tăng sản lượng từ nhà máy mới (được hưởng thuế suất 0%). **Kết thúc 9T/2016, DHG đạt 470,6 tỷ đồng LNST, tăng 10,5% yoy.**

Ước kết quả LNST 2016 tăng tốt

Dự báo cả năm 2016 DHG có thể đạt được 3.763 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng nhẹ 4,3% yoy. Lợi nhuận sau thuế đạt 679,7 tỷ đồng, tăng 14,5% yoy. EPS đạt 7.018 đồng/cp. DHG có thể hoàn thành 100,8% kế hoạch doanh thu (3.733 tỷ đồng) và 97,6% kế hoạch lợi nhuận trước thuế (750 tỷ đồng). Dự báo dựa trên một số dự báo chính sau:

- ✓ Doanh thu hàng sản xuất Q4/2016 tăng 8,7%yoy, doanh thu kinh doanh hàng hóa (bao gồm doanh thu hàng quảng cáo) giảm 19,9%yoy.
- ✓ Lợi nhuận gộp biên trong Q4/2016 đạt 43,4% tăng 5,7 điểm % so với cùng kỳ.
- ✓ Chi phí cho nhân viên bán hàng và nhân viên quản lý không tăng đáng kể so với cùng kỳ. Tuy nhiên chi phí quảng cáo vẫn giữ ở mức cao như 9 tháng đầu năm 2016, do đó tăng hơn 3 lần so với cùng kỳ.

Triển vọng 2017 tích cực

Khó khăn trong việc xin lại số đăng ký thuốc được khắc phục, hiệu quả tích cực từ việc tái cơ cấu sẽ thể hiện rõ nét trong năm 2017.

Doanh thu thuần dự báo đạt 4.280 tỷ, tăng 13,7% so với số ước 2016. Tăng trưởng doanh thu chủ yếu đến từ dự báo doanh thu hàng tự sản xuất tăng 16,2% yoy. Trong 2016 DHG gặp một số khó khăn trong việc xin lại số đăng ký thuốc khi chuyển sản xuất từ nhà máy cũ qua nhà máy mới. Do đó, doanh thu một số mặt hàng bị sụt giảm đáng kể. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tình trạng này sẽ được khắc phục trong năm 2017. Đồng thời với thành công tái cơ cấu hệ thống bán hàng như đã nêu phần trên, DHG có thể tiếp cận với nhiều khách hàng hơn, tăng độ phủ của mạng lưới bán hàng, từ đó tăng độ nhận biết và doanh thu bán sản phẩm.

Lợi nhuận gộp biên dự báo gần như tương đương so với năm 2016, đạt 44,98%. Thực tế tỷ trọng hàng tự sản xuất của DHG trong 2017 sẽ cao hơn, chiếm khoảng 81,24% tổng doanh thu hàng sản xuất so với mức 79,48% trong năm 2016. Với biên lợi nhuận hàng sản xuất cao hơn nhiều so với kinh doanh hàng hóa (53,9% so với 5,6%) thì dự kiến biên lợi nhuận gộp của DHG sẽ cao hơn so với 2016. Tuy nhiên với giả định giá bán không tăng, một số chi phí sản xuất đầu vào có thể tăng. Chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gần như tương đương so với 2016.

Tỷ trọng chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp trên doanh thu thuần dự báo sẽ không thay đổi nhiều so với năm 2016.

DHG sẽ được hưởng ưu đãi về thuế thu nhập doanh nghiệp nhiều hơn trong năm. Dự kiến thuế suất trong năm 2017 chỉ còn 5,9%, thấp hơn mức 8,2% trong năm 2016. Tỷ trọng doanh thu từ nhà máy Non-Betalactam mới và nhà máy Betalactam mới (đóng góp doanh thu từ Q4/2016) sẽ chiếm khoảng 74% tổng doanh thu so với mức khoảng 61% tổng doanh thu trong năm 2016.

Lợi nhuận sau thuế năm 2017 dự báo đạt 828,4 tỷ đồng, tăng mạnh 22% so với 2016, nhờ đóng góp của 2 yếu tố chính: doanh thu tăng trưởng khoảng 13,7% và thuế suất giảm mạnh từ 8,2% xuống còn 5,9%. EPS 2017 dự báo đạt 8.360 đồng/cổ phiếu.

Khuyến nghị đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu DHG dựa trên một số điểm nhấn đầu tư sau: Trước hết, nền tảng vững chắc DHG xây dựng nhiều năm qua đang phát huy hiệu quả, giúp doanh nghiệp tăng trưởng tốt trong thời gian tới. DHG có thể mạnh rất lớn với kênh phân phối có độ phủ sâu rộng, đồng thời đội ngũ bán hàng và marketing có năng lực, được xây dựng trên hệ thống quản lý hiệu quả. Công ty có thể tận dụng thế mạnh của mình để đẩy mạnh doanh thu các mặt hàng chủ lực, cũng như đưa các sản phẩm mới vào hệ thống. Lợi nhuận sau thuế dự báo tăng 2 con số liên tục trong 5 năm tới. Điểm nhấn đầu tư thứ 2 là với mức tăng trưởng lợi nhuận sau thuế năm 2017 dự báo ở mức 22%, PE 2017 chỉ ở mức 11,8 lần, khá thấp so với doanh nghiệp được dẫn đầu ngành, tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận tốt. Theo phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền DHG được định giá ở mức **134.900 đồng/cổ phiếu**.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2012	2013	2014	2015
Doanh thu	2.931	3.527	3.913	3.608
Giá vốn	(1.487)	(1.887)	(1.782)	(2.195)
Lợi nhuận gộp	1.444	1.640	2.131	1.413
Doanh thu tài chính	42	48	37	34
Chi phí tài chính	(4)	(16)	(67)	(89)
Lợi nhuận sau thuế	486	589	533	589

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2012	2013	2014	2015
Tiền & khoản tương đương tiền	719	613	496	421
Các khoản phải thu ngắn hạn	449	515	761	571
Hàng tồn kho	512	758	781	639
Tài sản cố định hữu hình	280	342	734	811
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	17	21	17	16
Tổng tài sản	2.378	3.081	3.483	3.363
Nợ ngắn hạn	654	1.030	1.120	780
Nợ dài hạn	21	51	69	62
Vốn chủ sở hữu	1.688	1.981	2.277	2.521
Tổng nguồn vốn	2.378	3.081	3.483	3.363

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2012	2013	2014	2015
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	17,7%	20,3%	10,9%	-7,8%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	16,9%	21,2%	-9,5%	10,4%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	49,3%	46,5%	54,5%	39,2%
Lợi nhuận thuần biên (%)	16,6%	16,7%	13,6%	16,3%
ROA (%)	22,2%	21,6%	16,3%	17,2%
ROE (%)	31,7%	32,1%	25,0%	24,5%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,28	0,35	0,34	0,25
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	0,40	0,55	0,52	0,33
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	7.433	9.009	6.118	6.754
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	25.815	30.307	26.121	28.925

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Lê Duy Khánh** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuha@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang

Thép, Phân bón, Điện

chethimaitrang@baoviet.com.vn

Phan Thùy Trang

Cao su tự nhiên, Mía đường

phanthuytrang@baoviet.com.vn

Đinh Thị Thu Thảo

Cảng biển & Logistics

dingthithuthao@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng

Công nghệ thông tin

nguyentientung@baoviet.com.vn

Dương Đức Hiếu

Vật liệu xây dựng

duongduchieu@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thị Hải Yến

Hàng hóa tiêu dùng

nguyenthihaiyenB@baoviet.com.vn

Lê Duy Khánh

Dầu khí, Dược

leduykhanh@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Ô tô & Phụ tùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng

Dệt may

hathithuhang@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào

Hạ tầng nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Nguyễn Xuân Bình

Phó Giám đốc khối

nguyentuanbinh@baoviet.com.vn

Bạch Ngọc Thắng

Kinh tế trưởng

bachngocthang@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Đức Anh

Chiến lược thị trường

tranducanh@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888