

Ngành Dược

Báo cáo cập nhật

Tháng 8, 2018

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **107.800**

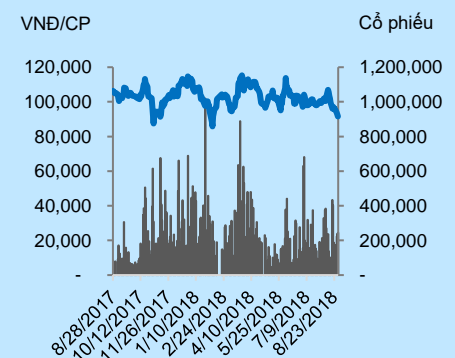
Giá thị trường (29/8/2018) 91.500

Lợi nhuận kỳ vọng +17,8%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	85.850-115.310
Vốn hóa	11.963 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	130.746.071
KLGD bình quân 10 ngày	220.982
% sở hữu nước ngoài	48.42%
Room nước ngoài	100%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.500
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	1,6%
Beta	0,14

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
DHG	-19,6%	-7,9%	-16,0%	-5,9%
VN-Index	-3,4%	3,6%	-4,7%	-12,3%

Chuyên viên phân tích

Hà Thị Thu Hằng

(84 28) 3914 6888 ext 255

hathithuhang@baoviet.com.vn

CTCP Dược Hậu Giang

Mã giao dịch: DHG

Reuters: DHG.HM

Bloomberg: DHG VN

Tuy giảm mạnh 14% trong H1 2018, LNST cả năm 2018 vẫn được dự báo tăng trưởng 10% yoy.

Cập nhật tình hình kinh doanh 1H2018. Lũy kế nửa đầu năm 2018, DHG đạt DTT và LNTT lần lượt là 1.842 tỷ đồng, +2% yoy và 361 tỷ đồng, +2,5% yoy, hoàn thành ~46% kế hoạch doanh thu và 47% kế hoạch LNTT. Công ty đã giảm mạnh hoạt động phân phối để hoàn tất thủ tục nới room nước ngoài. Điểm sáng là doanh thu thuần nhóm hàng tự sản xuất tăng trưởng 12% yoy, dẫn dắt bởi nhóm hàng non-betalactam và thực phẩm chức năng có tỷ suất biên lợi nhuận cao.

Triển vọng kinh doanh 2018: Cho cả năm, chúng tôi dự báo doanh thu sẽ tương đương năm ngoái và LNST thuộc về công ty mẹ đạt 705 tỷ đồng, +10% yoy nhờ: (1) Đẩy mạnh các chương trình marketing, quảng cáo và chiến lược bán hàng theo chiều sâu hỗ trợ doanh số; (2) Biên lợi nhuận cải thiện do cơ cấu sản phẩm hiệu quả hơn.

Taisho đã chào mua công khai thành công tăng sở hữu lên 32% VDL của DHG.

Khuyến nghị đầu tư: Chúng tôi ưa thích cổ phiếu DHG bởi đây là công ty sở hữu thế mạnh về đội ngũ bán hàng, hệ thống kênh phân phối rộng và chiến lược phát triển danh mục sản phẩm phù hợp với xu hướng tiêu dùng dược phẩm ở Việt Nam. Kế hoạch xuất khẩu sang các nước lân cận (Lào, Myanmar và Campuchia) khi thị trường trong nước đang có sự cạnh tranh gay gắt giúp công ty mở rộng quy mô doanh thu từ năm 2019. DHG cũng đang từng bước hoàn thiện quy trình sản xuất theo chuẩn PIC/S nhằm nâng cao chất lượng, tăng tính cạnh tranh cho sản phẩm. Tuy nhiên vẫn cần thêm thời gian để những điều này phản ánh vào kết quả kinh doanh.

Chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu DHG dựa trên giá trị ước tính hợp lý là **107.800** đồng/cổ phiếu, +17,8% so với giá đóng cửa ngày 29/8/2018. DHG đang giao dịch ở mức PE 2018 là 16,9x dựa trên ước tính EPS forward 5.392 đồng/cổ phiếu. Trong ngắn hạn, thông tin lợi nhuận H1 2018 giảm và áp lực chốt lời sau đợt thực hiện M&A và nới room có thể khiến giá cổ phiếu điều chỉnh hoặc đi ngang. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng đây là cơ hội để NĐT xem tích lũy cổ phiếu trước khi giá được hỗ trợ tăng nhờ lợi nhuận gia tăng vào cuối năm. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng Taisho sẽ tiếp tục nâng sở hữu đối với DHG và điều này sẽ tác động tích cực hơn cho giá cổ phiếu trong tương lai.

Cập nhật KQKD 1H2018: mặc dù LNTT vẫn tăng 2.5% yoy, LNST giảm 14% yoy do thay đổi hạch toán tạm thời.

DHG công bố BCTC hợp nhất Q2/2018 với DTT đạt 933 tỷ đồng, +1% yoy. Như chúng tôi đã trình bày trong báo cáo gần nhất, để hoàn tất thủ tục nới room nước ngoài DHG đã chủ động giảm mạnh hoạt động phân phối thuốc khiến doanh thu thuần hàng thương mại đạt 105 tỷ đồng (-40% yoy). Điểm sáng là doanh thu thuần nhóm hàng tự sản xuất vẫn tăng trưởng 12% yoy, đạt 826 tỷ đồng, đóng góp 88,5% tổng doanh thu (cùng kỳ năm ngoái là 79,3%).

Lãi gộp đạt 436 tỷ đồng, +4% yoy nhờ biên gộp cải thiện. Tỷ suất lợi nhuận gộp là 46,7%, tăng 1,3% so với Q2/2017 do cơ cấu doanh thu đang có sự cải thiện tích cực. Tỷ lệ hàng sản xuất - đóng góp chính vào lợi nhuận - ngày càng chiếm tỷ trọng cao. Nhóm thuốc tim mạch, tiêu hóa và thực phẩm chức năng với biên lợi nhuận cao cho thấy sự tăng trưởng mạnh mẽ ở mức hai con số trong khi đó nhóm kháng sinh, giảm đau hạ sốt với biên lợi nhuận thấp hơn chỉ tăng trưởng nhẹ so với cùng kỳ.

Mặc dù LNTT Q2 2018 vẫn tăng trưởng 6%, tuy nhiên chi phí thuế TNDN tăng gấp 10 lần năm ngoái (DHG cũng ghi nhận 26 tỷ đồng thuế TNDN hoãn lại cho hàng tồn kho từ việc sáp nhập Công ty TNHH MTV In Bao bì DHG và Công ty TNHH MTV Dược phẩm DHG thành chi nhánh của DHG) khiến LNST công ty mẹ chỉ đạt 140 tỷ đồng, -25% yoy. Dự kiến khi lượng hàng tồn kho kể trên được xuất bán ra ngoài vào H2 2018, mức thuế TNDN sẽ trở lại mức bình thường.

Như vậy, lũy kế nửa đầu năm 2018, DHG đạt DTT và LNST lần lượt là 1.842 tỷ đồng, +2% yoy và 310 tỷ đồng, -14% yoy.

Tỷ VND	Q2/2018	YoY	1H/2018	YoY
Doanh thu thuần	933	1%	1.841	2%
Giá vốn hàng bán	(497)	-2%	(1.027)	4%
Lợi nhuận gộp	436	4%	814	0%
Chi phí bán hàng	(183)	21%	(327)	11%
Chi phí QLDN	(69)	-21%	(129)	-22%
LN từ HĐKD	186	3%	355	1%
Thuế TNDN	(51)		(51)	
LNST	139	-25%	310	-14%
<i>Biên gộp</i>	<i>46,7%</i>		<i>44,2%</i>	
<i>Biên ròng</i>	<i>15,0%</i>		<i>16,8%</i>	
<i>CPBH/DTT</i>	<i>19,6%</i>		<i>17,8%</i>	
<i>CPQL/DTT</i>	<i>7,4%</i>		<i>7,0%</i>	

(Nguồn: DHG)

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2018.

Cho cả năm 2018, chúng tôi ước tính LNST thuộc về công ty mẹ sẽ đạt 705 tỷ đồng, +10% yoy.

Dự báo của chúng tôi dựa trên những giả định sau:

- ✓ Chúng tôi cho rằng các chương trình quảng cáo, truyền thông, marketing diễn ra nhiều hơn ở nửa cuối năm và chính sách thưởng doanh số cho đại lý khi hoàn thành mục tiêu kinh doanh cả năm là yếu tố thúc đẩy doanh thu mở rộng trong các quý còn lại. Theo đó chúng tôi kỳ vọng nhóm ngoài kháng sinh (non-betalactam) và thực phẩm chức năng (Naturenz, Nattoenzym, Spivital) tiếp tục giữ đà tăng trưởng mạnh mẽ trong khi nhóm giảm đau hạ sốt (Hapacol) và kháng sinh (betalactam) tăng chậm lại. DHG đã thành công khi phát triển thương hiệu Hapacol từ năm 2003 đến nay, đưa Hapacol lên vị trí thứ ba trong mảng thuốc giảm đau hạ sốt (chỉ sau 2 nhãn hiệu Efferalgan và Paradol), chiếm 12% thị phần trong năm 2015. Với nhiều kinh nghiệm phát triển và mở rộng thị trường, chúng tôi tin tưởng công ty có thể đẩy mạnh doanh thu các dòng sản phẩm mới như Naturenz, NattoEnzym, Spivital nhờ: (1) Hệ thống kênh phân phối sâu rộng; (2) Đội ngũ bán hàng có năng lực tốt; (3) Đời sống người dân cải thiện kéo theo nhu cầu về sản phẩm hỗ trợ tim mạch, gan mật, trí não... ngày càng gia tăng. Chúng tôi dự báo doanh thu thuần cả năm đạt 4.065 tỷ đồng, tương đương với năm 2017.
- ✓ Trung Quốc siết hoạt động của các nhà máy sản xuất dược phẩm để bảo vệ môi trường đã khiến giá nguyên vật liệu dược phẩm thế giới có xu hướng tăng từ nửa cuối năm 2017 tới nay. Tuy nhiên, DHG cho biết công ty có thể chuyển chi phí tăng nguyên vật liệu lên giá bán vì thế biên lợi nhuận gộp không bị ảnh hưởng. Thường chỉ mất khoảng 20 ngày để DHG giải trình và điều chỉnh giá bán. Như chúng tôi đã trình bày ở trên, cơ cấu doanh thu cải thiện theo hướng tập trung tăng tỷ trọng thuốc có tỷ suất lợi nhuận cao và giảm hàng phân phối sẽ tác động tích cực đến biên gộp. Ngoài ra sự hỗ trợ trực tiếp từ Taisho giúp việc vận hành dây chuyền sản xuất mới ổn định hơn, cải thiện công suất nhà máy, giảm định phí trên mỗi sản phẩm. Chúng tôi ước tính, biên gộp ở mức 45,6%, tăng 1,8% so với năm 2017, tương đương lãi gộp đạt 1.853 tỷ đồng, +4% yoy.
- ✓ Theo tìm hiểu của chúng tôi, dược phẩm hiện là ngành có chi phí quảng cáo TVA ở mức cao, tương đương với ngành hàng tiêu dùng. Điều này cho thấy, việc đẩy mạnh marketing, quảng cáo tác động lớn đến doanh số. Do vậy, chúng tôi cho rằng tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu sẽ có xu hướng tăng dần. Cho năm 2018, chúng tôi giả định tỷ lệ này ~19,3%, tương ứng 784 tỷ đồng, +7% yoy.
- ✓ Tỷ lệ chi phí quản lý/doanh thu ~7,3%, ước đạt 295 tỷ đồng, + 7,3% yoy.
- ✓ Tỷ lệ thuế TNDN ước tính ~10%, tương đương với năm 2017. Việc tăng đột biến chi phí thuế TNDN trong Q2 2018 chỉ là do thay đổi hạch toán công ty con thành chi nhánh, và thuế này dự báo sẽ trở lại mức bình thường cho cả năm.

Chỉ số tài chính	2018E	% YoY	% Kế hoạch
Doanh thu	4.063	0,1%	101%
Lãi gộp	1.853	3,9%	
Chi phí bán hàng	-294	7,1%	
Chi phí quản lý	-166	-7,3%	
LNTT	780	8,4%	101%
Thuế TNDN	(75)	-3,2%	
LNST	705	9,8%	

(Nguồn: BVSC ước tính)

Taisho đã chào mua công khai thành công tăng sở hữu lên 32% VDL của DHG.

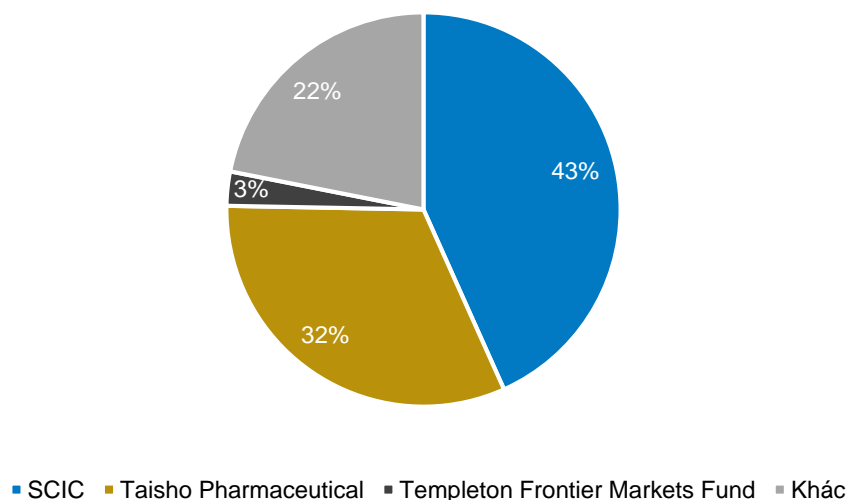
- Tên tổ chức chào mua: Taisho Pharmaceutical Co., Ltd - thuộc tập đoàn Dược phẩm Taisho Pharmaceutical Holdings – Tokyo.

- Số lượng CP đã mua thành công: 9.229.790 cổ phiếu

- Giá thực hiện 120.000 đồng/cổ phiếu

Như vậy, sau khi chào mua thành công, Taisho đã nâng tỷ lệ sở hữu lên 32% VDL của DHG, tương ứng 41.835.886 cổ phần.

Cơ cấu sở hữu của DHG sau khi Taisho chào mua thành công



(Nguồn: BVSC thu thập)

Khuyến nghị đầu tư.

Chúng tôi ưa thích cổ phiếu DHG bởi đây là công ty được đầu ngành, sở hữu thế mạnh về đội ngũ bán hàng, hệ thống kênh phân phối rộng và chiến lược phát triển danh mục sản phẩm phù hợp với xu hướng tiêu dùng được phẩm ở Việt Nam. Kế hoạch xuất khẩu sang các nước lân cận (Lào, Myanmar và Campuchia) khi thị trường trong nước đang có sự cạnh tranh gay gắt giúp công ty mở rộng quy mô doanh thu từ năm 2019. DHG cũng đang từng bước hoàn thiện quy trình sản xuất theo chuẩn PIC/S nhằm nâng cao chất lượng, tăng tính cạnh tranh cho sản phẩm. Tuy nhiên vẫn cần thêm thời gian để những điều này phản ánh vào kết quả kinh doanh.

Chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu DHG dựa trên giá trị ước tính hợp lý là **107.800** đồng/cổ phiếu, +17,8% so với giá đóng cửa ngày 29/8/2018. DHG đang giao dịch ở mức PE 2018 là 16,9x dựa trên ước tính EPS forward 5.392 đồng/cổ phiếu. Trong ngắn hạn, thông tin lợi nhuận H1 2018 giảm và áp lực chốt lời sau đợt thực hiện M&A và nói room có thể khiến giá cổ phiếu điều chỉnh hoặc đi ngang. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng đây là cơ hội để NĐT xem tích lũy cổ phiếu trước khi giá được hỗ trợ tăng nhờ lợi nhuận gia tăng vào cuối năm. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng Taisho sẽ tiếp tục nâng sở hữu đối với DHG và điều này sẽ tác động tích cực hơn cho giá cổ phiếu trong tương lai.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2014	2015	2016	2017
Doanh thu	3.913	3.608	3.783	4.063
Giá vốn	1.782	2.195	2.070	2.280
Lợi nhuận gộp	2.131	1.413	1.713	1.783
Doanh thu tài chính	37	34	58	89
Chi phí tài chính	67	89	85	98
Lợi nhuận sau thuế	533	589	710	642

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2014	2015	2016	2017
Tiền & khoản tương đương tiền	498	421	603	550
Các khoản phải thu ngắn hạn	761	571	623	739
Hàng tồn kho	781	639	733	634
Tài sản cố định hữu hình	734	811	841	785
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	17	16	16	15
Tổng tài sản	3.483	3.363	3.946	4.087
Nợ ngắn hạn	1.120	780	994	1.265
Nợ dài hạn	69	62	58	63
Vốn chủ sở hữu	2.294	2.521	2.894	2.759
Tổng nguồn vốn	3.483	3.363	3.946	4.087

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2014	2015	2016	2017
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	10,9%	-7,8%	4,9%	7,4%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-9,5%	10,4%	20,6%	-9,5%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	54,5%	39,2%	45,3%	43,9%
Lợi nhuận thuần biên (%)	13,6%	16,3%	18,8%	15,8%
ROA (%)	16,3%	17,2%	19,4%	16,0%
ROE (%)	24,9%	24,5%	26,2%	22,7%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,34	0,25	0,27	0,32
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	0,52	0,33	0,36	0,48
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	6.118	6.754	8.147	4.913
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	26.314	28.925	33.204	21.103

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Hà Thị Thu Hằng** 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

Nguyễn Tiến Dũng

Công nghệ thông tin

nguyentientung@baoviet.com.vn

Nguyễn Bình Nguyên

Cao su tự nhiên

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Vật liệu xây dựng

lethanhhoa@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Ô tô & Phụ tùng, Dệt may

truongsyphu@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng

Dược, Vận tải

hathithuhang@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào

Hạ tầng, Nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Phạm Tiến Dũng

Phó Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888