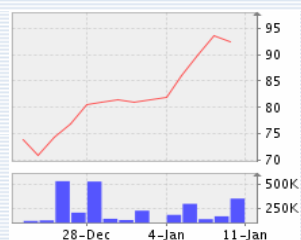


## DVD: Công ty Cổ phần Dược phẩm Viễn Đông

### Giới thiệu chung

Được thành lập năm 2004 trên cơ sở sáp nhập 5 công ty độc lập cùng thuộc sở hữu của ông Lê Văn Dũng – Tổng Giám đốc kiêm chủ tịch HĐQT, DVD đã chính thức niêm yết cổ phiếu trên HOSE ngày 25/12/2009. Hiện tại vốn điều lệ của DVD đạt 119,1 tỷ đồng, theo kế hoạch sẽ tăng lên 190 tỷ đồng trong năm 2010.

Xuất phát là doanh nghiệp chuyên phân phối sản phẩm dược, DVD là một trong những doanh nghiệp đi đầu ngành dược về nhượng quyền - chuyển giao công nghệ.



### Thông tin cổ phiếu (11/01/10)

Giá cổ phiếu (VNĐ)	94.500
Số CP đang lưu hành	11.910.000
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.102
% sở hữu HĐQT & BGD	25%
% sở hữu TC trong nước	19%
% sở hữu TC nước ngoài	25%
KL trung bình 6 tháng	242.195

### Thông tin doanh nghiệp:

Địa chỉ: 411 Huỳnh Văn Bánh,  
phường 11, quận Phú Nhuận,  
Tp. HCM  
Điện thoại: 08 3991 0866  
Fax: 08 3991 0867  
Website:  
[www.viendonggroup.com.vn](http://www.viendonggroup.com.vn)

### Người được phỏng vấn:

Ông: Lê Văn Dũng  
Tổng Giám Đốc kiêm Chủ tịch  
Hội đồng Quản trị

### Chuyên viên phân tích:

Hồng Nguyệt Minh  
[minh.hong@vndirect.com.vn](mailto:minh.hong@vndirect.com.vn)

Năm	2007	2008	2009 (*)	2010E	Quý	3Q/09	Q4/09E
Doanh thu (tr đ)	525.739	640.766	927.702	1.200.000	Doanh thu (tr đ)	647.961	336.129
TSLN HKKD	5%	7%	15%	20%	TSLN HKKD	14%	23%
Lợi nhuận ròng (tr đ)	18.535	25.006	112.210	180.000	Lợi nhuận ròng (tr đ)	60.759	50.147
EPS (đ)	2.648	2.869	12.227	9.474	Tỷ suất lợi nhuận ròng	9%	15%
Tăng trưởng EPS	n/a	8%	318%	-21%	Tổng tài sản (tr đ)	396.949	688.596
P/E (lần)	n/a	n/a	7,73	6,45	Tài sản ngắn hạn (tr đ)	326.027	n/a
P/B (lần)	n/a	n/a	1,83	2,28	Nợ ngắn hạn (tr đ)	203.330	n/a
Cổ tức/giá	n/a	n/a	2,36%	2,36%	Vốn chủ sở hữu (tr đ)	193.905	485.552
ROE	21%	17%	45%	42%	KN thanh toán nhanh	1,38	n/a
ROA	13%	10%	25%	29%	Hệ số vay/Vốn chủ sở hữu	1,05	0,42

(\*) Số liệu chưa kiểm toán do DVD công bố

E: ước tính của VNDS trên cơ sở kế hoạch dự kiến của DVD

### Quan điểm đầu tư:

Ngành dược Việt Nam được xếp vào nhóm ngành tăng trưởng cao so với nhiều nhóm ngành khác (bình quân 17% trong giai đoạn 2002 - 2008), và được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng trong thời gian tới. DVD được ghi nhận có tốc độ tăng trưởng cao, và là một trong những doanh nghiệp đi đầu ngành dược về nhượng quyền - chuyển giao công nghệ với một số sản phẩm khá phổ biến tại các hệ thống bệnh viện và nhà thuốc như Vidogiryl, Vidorovacyl, Zonalid, Vidocenon, Vidocete.

Trong năm 2009, DVD đạt mức tăng trưởng doanh thu & lợi nhuận ấn tượng, vượt xa các doanh nghiệp khác trong ngành, tương ứng ở mức 45% & 348%. Tỷ suất lợi nhuận hoạt động kinh doanh cải thiện tăng từ 7% năm 2008 lên 15%. Kết quả này phản ánh quá trình xây dựng và hoàn thiện danh mục sản phẩm theo hướng đảm bảo lợi nhuận biên cao hơn, đẩy mạnh hoạt động marketing và hệ thống phân phối sản phẩm rộng khắp trong các năm trước, đặc biệt từ năm 2008. Theo đó, chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp cũng có cải thiện, tiết kiệm hơn.

Với việc nâng sở hữu thêm 60 sản phẩm bản quyền trong năm 2009, kế hoạch thâm nhập khai thác thị trường với các sản phẩm mới này, cùng với sự ra đời của Nhà máy Lili of France & hệ thống kho đạt tiêu chuẩn GSP - WHO trong năm 2010 theo đánh giá của chúng tôi là bước tích lũy & tạo đà cần thiết cho tăng trưởng & phát triển của DVD những năm tới.

Phục vụ nhu cầu tăng trưởng và tái cấu trúc nguồn vốn, năm 2010 DVD dự kiến tăng vốn điều lệ lên 190 tỷ, trong đó phát hành cho cổ đông hiện hữu 6.550.500 cổ phiếu (tỷ lệ 100:55) giá 20.000 đồng/cổ phiếu & phát hành 539.500 cổ phiếu cho cán bộ công nhân viên với giá bằng mệnh giá. Trước đó, vào tháng 11 năm 2009 DVD đã thực hiện phát hành riêng lẻ thành công 3 triệu cổ phiếu cho cổ đông tổ chức Bank Invest với giá 80.500đ/cp thu về 241,5 tỷ đồng;

Tại mức giá 94.500đ/cp, P/E2009E và PE2010E ước tính khoảng 7,73 và 6,45, là mức định giá khá rẻ so với thị trường chung và so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Trong tuần vừa qua chúng tôi đã có cuộc trao đổi với Ông Lê Văn Dũng - Tổng Giám Đốc kiêm Chủ tịch Hội đồng Quản trị của DVD về một số thông tin liên quan đến hoạt động kinh doanh năm 2009 & triển vọng trong năm tới.

### Hoạt động sản xuất dược phẩm thông qua mua bản quyền sản phẩm:

Đây là hoạt động kinh doanh cốt lõi tạo ra tăng trưởng doanh thu & lợi nhuận của DVD trong những năm qua, chiếm trên 80% doanh thu & lợi nhuận hàng năm.

DVD là doanh nghiệp đi đầu ngành dược trong chuyển giao công nghệ & mua bản quyền sản phẩm của nước ngoài. Chiến lược này giúp DVD rút ngắn thời gian cho ra đời 1 sản phẩm từ 2 năm xuống còn 6 tháng, đồng thời rút ngắn thời gian xây dựng thành công một nhãn hiệu mạnh từ 5 năm xuống còn 2 năm, nhờ đó tạo ra nhiều sản phẩm thành công hơn với chi phí thấp hơn.

Hiện DVD có 7 sản phẩm được xếp vào nhóm bán chạy nhất dòng sản phẩm có cùng hoạt chất hoặc công thức trên thị trường gồm Vidogiryl, Vidorovacyn, Zonalid, Vidocenon, Vidocete, Vova đường não, Pluz vova multi. Các sản phẩm này rất đa dạng (thuốc kê toa, thuốc không cần kê toa, thuốc đặc trị, thuốc bổ) bởi chiến lược sản phẩm của công ty không nhắm cụ thể vào chủng loại thuốc nào mà căn cứ vào nhu cầu thị trường, chọn phân khúc thị trường không có sản phẩm nổi tiếng và thương hiệu mạnh, nhờ đó nhanh chóng chiếm lĩnh thị trường & có được tỷ suất lợi nhuận cao, trong đó có những sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận gộp lên tới 60% - 70%.

Tỷ lệ chuyển giao công nghệ thành công ở DVD là khá cao, 7 sản phẩm sản phẩm bán chạy nhất / 40 bản quyền sản phẩm. Năm 2009 DVD đã mua thêm ~ 60 bản quyền sản phẩm nâng tổng số bản quyền sản phẩm DVD có lên trên 100.

Sản phẩm của DVD được sản xuất theo bản quyền của nước ngoài với thương hiệu Lili of France nên có lợi thế nhất định với thuốc nội địa do thị hiếu ưa dùng thuốc ngoại của người Việt Nam. So với thuốc ngoại, sản phẩm của DVD lại có lợi thế về giá do chi phí nhân công, chi phí thuê đất rẻ hơn.

So với các doanh nghiệp khác đi theo chiến lược mua bản quyền sản phẩm nước ngoài để sản xuất ở Việt Nam, DVD đã đi trước 3 - 4 năm & có lợi thế trong việc đánh giá nhu cầu thị trường & định vị sản phẩm.

Hiện tại DVD đang thuê 6 đơn vị trong nước và 3 đơn vị nước ngoài đạt tiêu chuẩn GMP-WHO để gia công sản phẩm. Tuy nhiên, đến tháng 5/2010 DVD sẽ đưa vào hoạt động nhà máy Lili of France tại Bắc Ninh & rút dần nhà máy gia công.

### **Hoạt động sản xuất được phẩm thông qua nghiên cứu & phát triển:**

Hoạt động này chưa mang lại nhiều doanh thu & lợi nhuận cho giai đoạn từ năm 2009 trở về trước, song sẽ là yếu tố có khả năng tạo ra đột biến trong doanh thu & lợi nhuận của DVD từ năm 2010 trở đi khi các sản phẩm mới do DVD tự nghiên cứu & phát triển được đưa ra thị trường.

DVD có chiến lược đầu tư chiều sâu vào nghiên cứu hoạt chất mới & tìm kiếm các công nghệ đặc biệt tạo nên các dòng sản phẩm độc đáo & có ưu thế cạnh tranh trên thị trường như que thử HIV bằng nước bọt Ora Quick, viên ngậm trị viêm họng có khả năng ngăn ngừa virus cúm,...

Năm 2010, công ty dự kiến đưa ra 2 sản phẩm mới là Fludon H1 đặc trị cúm H1N1 (tương tự sản phẩm Tamiflu nhưng an toàn hơn & có giá bán dự kiến thấp hơn từ 3 đến 4 lần) và sản phẩm thuốc an thần không gây nghiện được tổng hợp từ hoạt chất mới do DVD nghiên cứu & phát triển. Định hướng của DVD đối với Fludon H1 là trở thành nhãn hiệu hàng đầu Việt Nam trong phân khúc điều trị cảm cúm & đối với sản phẩm thuốc an thần không gây nghiện là chiếm lĩnh thị trường Việt Nam bởi sự độc đáo riêng có, đồng thời bán bản quyền cho nước ngoài.

Đội ngũ nòng cốt cho hoạt động chuyển giao công nghệ & nghiên cứu phát triển có Tiến sỹ Nguyễn Hải Nam - Trưởng khoa Hóa dược Đại học Dược Hà Nội.

### **Hệ thống phân phối hàng đầu Việt Nam:**

Hình thành từ các công ty chuyên kinh doanh trong lĩnh vực phân phối dược phẩm, hệ thống phân phối là thế mạnh nổi trội của DVD với 3 trung tâm phân phối tại Hà Nội, Tp. Hồ Chí Minh & Đà Nẵng, 21 chi nhánh tại các tỉnh thành lớn & 14 đại lý cấp 1 tại các tỉnh thành còn lại.

Năm 2010, DVD có kế hoạch đầu tư hơn 100 tỷ để xây dựng 38 kho GSP & mở rộng mạng lưới khách hàng là các nhà thuốc, bệnh viện từ 18.000 lên 24.000.

### **Kết quả 2009**

Năm 2009, DVD đạt tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ấn tượng, tương ứng đạt 45% và 348%, vượt 28,8% kế hoạch doanh thu & 47,6% kế hoạch lợi nhuận. Đây là mức tăng trưởng cao nhất trong số các công ty dược niêm yết trên sàn như DHG (11% & 121%), IMP (11% & 0.4%), DCL (16% & 52%), TRA (0% & 41%), OPC (65% & 75%).

Tốc độ tăng trưởng cao của lợi nhuận chủ yếu do tác động của các yếu tố sau: (1) thay đổi cơ cấu sản phẩm theo hướng tập trung vào các sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận cao, cụ thể DVD đã thay khoảng 20 sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận 10%-15% bằng 20 sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận gộp trên 50%; (2) chi phí cho cơ sở vật chất của hệ thống phân phối đã hạch toán trong năm 2008; (3) cắt giảm chi phí xúc tiến bán hàng (dưới hình thức giảm giá bán, chương trình dự thưởng,...); (4) hưởng lợi từ chính sách hỗ trợ lãi suất của Nhà nước.

Trong đó, yếu tố chủ yếu tạo nên đột biến về lợi nhuận của DVD xuất phát từ chính hoạt động kinh doanh cốt lõi. Cụ thể, sau khi tăng mạnh chi phí xúc tiến bán hàng trong năm 2008 & chiếm lĩnh thị trường ở nhiều phân khúc, DVD đã rút dần các chi phí này trong năm 2009. Đây là loại chi phí chiếm tỷ trọng rất cao của ngành dược nói chung & là yếu tố quan trọng quyết định ưu thế cạnh tranh. DVD cắt giảm mạnh mẽ các chi phí này (tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu đã giảm từ 10% năm 2008 còn 3% năm 2009) song doanh thu vẫn đạt mức tăng trưởng cao giúp lợi nhuận có sự cải thiện đáng kể. Đến quý 3/2009, tỷ suất lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh của DVD đạt 18%, cao thứ 2 chỉ sau DHG (19%). Trong tháng 10 & 11/2009, tỷ suất này đã tăng lên 23%.

Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh của DVD đã có diễn biến tích cực, từ chỗ -49 tỷ năm 2007 & -37 tỷ năm 2008 thành +115 tỷ tính đến hết 30/09/2009.

Hệ số nợ vay / vốn chủ sở hữu của DVD tính đến 30/09/2009 là tương đối cao trong ngành dược (~100%). Tuy nhiên, cuối năm 2009 DVD đã phát hành 3 triệu cổ phiếu cho Bank Invest (Đan Mạch) với giá 80.500 đồng, thu về 30 tỷ vốn điều lệ & 211,5 tỷ thặng dư vốn, đưa hệ số nợ về mức trung bình của ngành.

### **Dự báo 2010**

Theo kế hoạch đặt ra tại cáo bạch tháng 11/2009, DVD dự kiến đạt 910 tỷ doanh thu & 125 tỷ lợi nhuận trong năm 2010. Tuy nhiên, với kết quả đạt được trong năm 2009, DVD dự kiến điều chỉnh kế hoạch, đạt 140 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế nếu thị trường không thuận lợi và 180 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế nếu thị trường thuận lợi.

Chúng tôi đánh giá đây là một kế hoạch kinh doanh thận trọng vì:

1. Với các sản phẩm đã đưa ra năm 2009 trở về trước, DVD tiếp tục thực hiện cơ cấu sản phẩm theo hướng giảm dần các sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận thấp & tăng dần các sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận cao.
2. Với các sản phẩm đã xác lập được vị thế (chí phí bán hàng cắt giảm đáng kể trong năm 2009 nhưng doanh thu vẫn tăng) sẽ có tỷ suất lợi nhuận cao hơn trong năm 2010 do chi phí bán hàng duy trì ở mức thấp ngay từ đầu năm.
3. Năm 2010, DVD tiếp tục đưa ra thị trường các sản phẩm mới được sản xuất theo 60 bản quyền sản phẩm mới mua thêm.
4. Kế hoạch trên chưa tính đến hai sản phẩm do DVD tự nghiên cứu là Fludon H1 & thuốc an thần không gây nghiện dự kiến được đưa ra thị trường năm 2010. Đây là 2 sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận rất cao. Riêng với Fludon H1, giá thành sản xuất chỉ bằng 1/5 giá bán dự kiến.
5. Nhà máy tại Bắc Ninh đi vào hoạt động giúp DVD kiểm soát tốt hơn chất lượng sản phẩm, đồng thời nâng cao tỷ suất lợi nhuận so với việc thuê gia công nhờ lợi thế chi phí thuê đất rẻ, chi phí lãi vay ưu đãi từ nguồn vốn ODA & ưu đãi thuế TNDN miễn 3 năm kể từ năm đầu tiên có lãi và giảm 50% cho 7 năm tiếp theo.
6. Riêng tháng 12/2009, DVD đã đạt doanh thu 200 tỷ đồng & lợi nhuận sau thuế 20 tỷ đồng.

Trong năm 2010, DVD dự kiến tiếp tục tăng vốn lên 190 tỷ, trong đó phát hành cho cổ đông hiện hữu 6.550.500 cổ phiếu (tỷ lệ 100:55) giá 20.000 đồng/cổ phiếu & phát hành 539.500 cổ phiếu cho cán bộ công nhân viên với giá bằng mệnh giá, thu về 136 tỷ đồng để có thêm nguồn (bên cạnh vốn huy động từ Bank Invest) trang trải chi phí đầu tư cho nhà máy Lili of France & xây dựng hệ thống kho đạt tiêu chuẩn GSP - WHO

Xu hướng lãi suất tăng & tỷ giá tăng theo chúng tôi đánh giá sẽ không tác động nhiều đến kết quả kinh doanh năm 2010, bởi: (1) mặc dù nguyên liệu chủ yếu nhập khẩu song chỉ chiếm 50% giá vốn của DVD; (2) vốn vay trong cơ cấu nguồn vốn chỉ còn chiếm tỷ trọng nhỏ sau khi DVD hoàn tất việc tăng vốn vào tháng 2/2010.

### **Rủi ro đầu tư**

Ngành dược tại Việt Nam có mức độ cạnh tranh rất gay gắt nên DVD có thể không đạt được tỷ suất lợi nhuận gộp kỳ vọng.

Các thành công & thế mạnh của DVD có vai trò rất lớn của ông Lê Văn Dũng - Tổng Giám Đốc kiêm chủ tịch Hội đồng Quản trị & do vậy rủi ro liên quan đến ông Dũng cũng là rủi ro của DVD. Tương tự, đội ngũ làm nòng cốt cho chiến lược nhượng quyền, mua bản quyền sản phẩm cũng như nghiên cứu & phát triển của DVD hiện tập trung vào một vài nhân sự chủ chốt.

Vốn điều lệ của DVD tại thời điểm niêm yết là 89,1 tỷ trong khi thặng dư vốn chỉ là 18 tỷ cho thấy có một lượng lớn cổ phiếu được cổ đông mua ở mức giá thấp & tiềm tàng lượng cung lớn trên thị trường.

**Định giá**

Với mức giá 94.500 đồng tại ngày 11/01/10, cổ phiếu DVD đang giao dịch tại P/E2009~7,3, PE2010E~6,45 tương đối rẻ với thị trường chung (P/E2009~14) và với trung bình ngành (P/E2009~9,59).

**Khuyến cáo :**

Những thông tin đưa ra trong báo cáo được lấy từ những nguồn đáng tin cậy, tuy nhiên chúng tôi không đảm bảo tính chính xác và đầy đủ. Báo cáo thể hiện quan điểm của nhóm tác giả về vấn đề đang xem xét, không được coi là quan điểm của VNDirect và chỉ có giá trị khuyến nghị tại thời điểm làm báo cáo, VNDirect không chịu trách nhiệm trước mọi khoản thua lỗ do sử dụng những thông tin cung cấp trong báo cáo. Ngoài ra, VNDirect không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi và thông báo cho người đọc trong trường hợp những quan điểm, dự báo, ước tính trở nên không chính xác.

Mọi hành vi sao chép, phát hành, phân phối từng phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của công ty chứng khoán VNDirect và nhóm tác giả. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn những thông tin có trong báo cáo.

**Địa chỉ liên hệ:****Hà Nội**

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền, Q. Hai Bà Trưng  
Hà Nội – Việt Nam  
Tel: +84-34-941 0510  
Fax: +84-34-972 4600

**TP. Hồ Chí Minh**

51 Bến Chương Dương, Q1  
TP.HCM – Việt Nam  
Tel: +84-38-9.146.925  
Fax: +84-38-9.146.922