

## DHG: CÔNG TY CỔ PHẦN DƯỢC HẬU GIANG

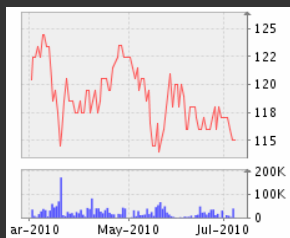
### Giới thiệu chung

Tiền thân là Xí nghiệp dược phẩm 2/9 thành lập năm 1974, cổ phần hóa năm 2004 với vốn điều lệ ban đầu 80 tỷ đồng, cổ phiếu DHG chính thức niêm yết trên sàn HOSE vào tháng 12/2006. Hiện tại vốn điều lệ của DHG xấp xỉ 266 tỷ đồng.

Hoạt động chính của DHG là sản xuất, kinh doanh tân dược với các sản phẩm tiêu biểu như Hapacol, Haginat, Klamentin,...

### Thông tin cổ phiếu

(12/07/10)



|                       |            |
|-----------------------|------------|
| Giá cổ phiếu (VND)    | 116.000    |
| Số CP đang lưu hành   | 26.651.672 |
| Vốn hóa (tỷ đ)        | 3.092      |
| % sở hữu Nhà nước     | 44,25%     |
| % sở hữu nhà ĐTNN     | 43,76%     |
| % sở hữu BGD&HQĐT     | 0,85%      |
| KL trung bình 3 tháng | 22.773     |

**DHG PHARMA**  
Vi một cuộc sống khỏe đẹp hơn

### Thông tin doanh nghiệp:

Địa chỉ: 288 Bis Nguyễn Văn Cừ,  
Q. Ninh Kiều TP Cần Thơ  
Điện thoại: 07103 891 433  
Fax : 07103 895209  
<http://dhgpharma.com.vn>

### Người được phỏng vấn:

Bà: Lê Thị Hồng Nhung  
Trưởng Ban Quan hệ Đầu tư

### Chuyên viên phân tích:

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

| Năm                   | 2008A | 2009A  | 2010E  | Năm                       | 2008A | 2009A |
|-----------------------|-------|--------|--------|---------------------------|-------|-------|
| Doanh thu (tỷ đ)      | 1.485 | 1.746  | 1.920  | Tổng tài sản (tỷ đ)       | 1.082 | 1.522 |
| TSLN gộp%             | 53    | 53     | 49     | Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)     | 699   | 1.026 |
| TSLN HĐKD %           | 11    | 23     | 17     | Tài sản ngắn hạn (tỷ đ)   | 783   | 1.212 |
| Lợi nhuận ròng (tỷ đ) | 129   | 357    | 318    | Vay ngắn hạn (tỷ đ)       | 367   | 482   |
| EPS (đ)               | 6.443 | 13.413 | 11.923 | Nợ vay/Vốn CSH (%)        | 1     | 7     |
| P/E (lần)             | 8,40  | 9,56   | 9,73   | Hệ số thanh toán tức thời | 2,13  | 2,52  |
| P/B (lần)             | 3,66  | 3,68   | 2,55   | Hệ số thanh toán nhanh    | 1,28  | 1,86  |
| Cổ tức/giá (%)        | 1,62  | 2,59   | 2,16   | Số ngày tồn kho           | 162   | 136   |
| ROA (%)               | 12%   | 24%    | 17%    | Số ngày phải thu          | 62,69 | 62,08 |
| ROE (%)               | 19%   | 35%    | 25%    | Số ngày phải trả          | 35,61 | 31,67 |

### Quan điểm đầu tư:

Công ty Cổ phần Dược Hậu Giang (DHG) là doanh nghiệp dược phẩm hàng đầu Việt Nam xét về quy mô và hiệu quả hoạt động. Năm 2009 là năm thứ 5 liên tiếp DHG giữ được tốc độ tăng trưởng cao kể từ khi cổ phần hóa (lợi nhuận sau thuế tăng trưởng trung bình ~ 65%/năm) và là năm thứ 14 có doanh thu hàng sản xuất dẫn đầu ngành Công nghiệp Dược Việt Nam.

Không có thế mạnh nổi trội về sản phẩm, song DHG có lợi thế đặc biệt ở hệ thống phân phối sâu rộng và cách làm marketing hiệu quả, hoạt động theo nguyên lý 20/80. Tăng trưởng ấn tượng năm 2009 đến từ việc cơ cấu lại sản phẩm và sự thận trọng trong việc trích lập dự phòng.

Sang năm 2010, chúng tôi cho rằng DHG khó có khả năng đạt tỷ suất lợi nhuận cao như năm 2009 do ảnh hưởng của giá nguyên liệu tăng và tỷ giá tăng. Chi phí bán hàng cũng có xu hướng tăng trong điều kiện cạnh tranh ngày càng gay gắt hơn.

Với ước tính thận trọng, chúng tôi cho rằng DHG có khả năng đạt 1.920 tỷ đồng doanh thu và 315 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tương ứng với mức tăng trưởng 10% & -11%. Với mức giá 116.000 đồng/cổ phiếu, DHG đang được giao dịch ở mức PE 2010 ~ 9,73 & PB 2010 ~ 2,55 (cao hơn trung bình ngành với PE 2010 ~ 8,28 & PB 2010 ~ 1,89). Đây là mức định giá hợp lý, xét trên vị thế và tiềm năng tăng trưởng của DHG.

Rủi ro đầu tư là (1) thị trường dược phẩm có mức độ cạnh tranh cao; (2) phụ thuộc nhiều vào giá nguyên liệu nhập khẩu.

Vừa qua chúng tôi đã có cuộc trao đổi với bà Lê Thị Hồng Nhung - Trưởng Ban Quan hệ Đầu tư về kết quả kinh doanh năm 2009 tới hết quý 1/2010 và triển vọng những quý còn lại trong năm 2010 của DHG.

### Hoạt động:

Hoạt động sản xuất dược phẩm chiếm 94% doanh thu và 98% lợi nhuận của DHG (năm 2009), trong đó chủ yếu là nhóm sản phẩm tân dược. Nhóm thực phẩm bổ sung & dược mỹ phẩm tuy rất tiềm năng bởi tỷ suất lợi nhuận cao, nhu cầu lớn & không bị khống chế giá như đối với dược phẩm song chỉ chiếm tỷ trọng khiêm tốn do vẫn đang trong giai đoạn đầu tư, xây dựng năng lực sản xuất & xây dựng nhãn hiệu.

DHG không có thế mạnh nổi trội về sản phẩm - tình trạng chung của các doanh nghiệp dược Việt Nam. Sản phẩm tân dược DHG sản xuất có đến 95% là thuốc generic (đã hết thời hạn bảo hộ công thức), thuộc các nhóm thuốc thông thường như nhóm thuốc kháng sinh - nấm - diệt ký sinh trùng, nhóm thuốc giảm đau - hạ sốt & nhóm thuốc tai mũi họng (lần lượt chiếm 39%, 15%, 14% doanh thu hàng sản xuất). Đây là những nhóm sản phẩm chịu cạnh tranh gay gắt của các sản phẩm cùng loại trên thị trường, song DHG vẫn đứng vững với tăng trưởng doanh thu bình quân giai đoạn 2005 - 2009 xấp xỉ 35% (thực tế có thể cao hơn vì trong năm 2009 DHG thay đổi cách hạch toán doanh thu), công suất khai thác gần như tối đa. Thêm vào đó, tăng trưởng doanh thu của DHG còn đi kèm hiệu quả thể hiện

ở tỷ suất lợi nhuận luôn được duy trì và cải thiện, mặc dù các yếu tố đầu vào như giá nguyên liệu và tỷ giá (80% nguyên liệu nhập khẩu) biến động phức tạp theo chiều hướng tăng, chi phí bán hàng tăng do cạnh tranh trong khi giá bán lại bị khống chế theo quy định của ngành.

Vị thế của DHG có được trước hết là nhờ định hướng chiến lược đúng đắn: đầu tư có trọng điểm, đa dạng hóa đồng tâm theo nguyên lý 20/80. Nguyên lý 20/80 được DHG vận dụng trong tất cả các mặt hoạt động (chiến lược sản phẩm, khách hàng, đội ngũ nhân sự,...) nhằm sử dụng hiệu quả các nguồn lực của Công ty. Cụ thể, DHG chuyển đổi hợp lý cơ cấu sản phẩm, tập trung vào sản xuất nhóm sản phẩm mang lại doanh thu và lợi nhuận cao, đồng thời tập trung chăm sóc nhóm khách hàng có doanh số lớn,... Hoạt động của hệ thống phân phối và đội ngũ marketing cũng được định hướng theo mục tiêu này nên mặc dù sản lượng trong suốt giai đoạn 2005 - 2009 gần như không tăng, giá bán bị khống chế song doanh thu của DHG vẫn tăng trưởng ấn tượng (~ 35%/năm như đề cập ở trên).

Hệ thống phân phối sâu rộng là thế mạnh nổi trội của DHG so với các doanh nghiệp khác trong ngành. Với hệ thống phân phối này, sản phẩm của DHG đã có mặt tại 64/64 tỉnh thành cả nước và hầu hết các bệnh viện trên toàn quốc, thị phần được phẩm đứng thứ 3 tại thị trường Việt Nam, chỉ sau 2 tập đoàn lớn là Sanofi - Anvetis & GSK (theo số liệu quý 3/2009 của IMS). Định hướng của DHG là tiếp tục chuyển trọng tâm phân phối thành chi nhánh, chi nhánh thành công ty con, đồng thời phát triển hệ thống quầy bán lẻ tại bệnh viện, từng bước hoàn thiện mô hình tổ chức theo công ty mẹ - công ty con. Mô hình này giúp các công ty con tự chủ hơn trong hoạt động phân phối của mình, nâng cao hiệu quả, đồng thời tăng cường khả năng quản trị của công ty mẹ do rút ngắn được thời gian lập báo cáo. Doanh thu tăng trưởng, hiệu quả hoạt động được duy trì và nâng cao, kỳ thu tiền bình quân rút ngắn đã khẳng định phần nào hiệu quả từ mô hình này.

Hoạt động marketing khá hiệu quả khi đã xây dựng được 11 nhãn hàng chủ lực (Hapacol, Haginat, Klamentin,...) chiếm ~ 49,4% doanh thu và 32,7% lợi nhuận năm 2009. Trong năm 2010, dự kiến các nhãn hàng này sẽ đóng góp trên 50% doanh thu và lợi nhuận, đồng thời tiếp tục khai thác các nhãn hàng mới.

Hiện nay, DHG đã hoạt động với công suất gần như tối đa, trong khi nhu cầu đối với dược phẩm tại thị trường Việt Nam vẫn gia tăng không ngừng cùng với sự gia tăng của quy mô dân số và nhu cầu chăm sóc sức khỏe của dân cư. Kế hoạch xây dựng Nhà máy mới có công suất ~ 4 tỷ đơn vị sản phẩm/năm (nâng công suất lên gấp đôi), ban đầu dự kiến hoàn thành vào quý 2/2011 song đã phải lùi lại tới cuối quý 2/2012 do việc chuyển đổi địa điểm. Địa điểm mới có lợi hơn cho DHG về diện tích thuê, chi phí thuê, điều kiện môi trường, ưu đãi thuế,... song sự chậm trễ triển khai dự án này có thể ảnh hưởng đến khả năng chiếm lĩnh thị trường & khai thác tối đa công suất trong điều kiện nhiều nhà máy mới của các công ty dược khác sẽ hoàn thành và đưa vào hoạt động trong năm 2010 & 2011.

### Kết quả 2009

Theo số liệu kiểm toán, năm 2009 DHG đạt 1.746 tỷ đồng doanh thu và 357 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tương ứng với 116% kế hoạch doanh thu và & 146% kế hoạch lợi nhuận (đã điều chỉnh), ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu 18% và tăng trưởng lợi nhuận sau thuế 177% so với năm 2008.

Tăng trưởng doanh thu thực tế là 27% do trong năm 2009, DHG thay đổi cách hạch toán - thực hiện chiết khấu trên hóa đơn. Trong điều kiện sản lượng tiêu thụ giảm 13% so với năm trước, chỉ một số nhóm hàng được phép tăng giá với mức tăng từ 5% - 15% thì mức tăng trưởng trên đến từ việc thay đổi cơ cấu sản phẩm theo hướng tăng tỷ trọng sản phẩm có giá trị cao. Thay đổi này chủ yếu xảy ra trong nhóm vitamin - khoáng chất, kháng sinh - nấm - ký sinh trùng và nhóm tai mũi họng.

Việc thay đổi cơ cấu sản phẩm còn giúp DHG cải thiện đáng kể tỷ suất lợi nhuận gộp từ 53% lên 57% (tính trên doanh thu chưa trừ chiết khấu - với mục đích đưa về cùng mặt bằng so sánh). Đây là mức cải thiện rất lớn, và là nguyên nhân chủ yếu giúp DHG đạt được tăng trưởng lợi nhuận sau thuế đột biến trong năm 2009.

Bên cạnh đó, việc hoàn nhập ~ 22 tỷ chi phí khuyến mại, quảng cáo, hoa hồng, chi phí hội thảo trích trước và ~ 15 tỷ hoàn nhập dự phòng phải thu khó đòi (do các năm trước DHG thận trọng nên trích lập dự phòng, trích trước nhiều hơn thực tế phát sinh) cũng góp phần vào tăng trưởng lợi nhuận sau thuế của DHG trong năm 2009.

### Dự báo 2010

Tại Đại hội cổ đông thường niên, DHG đã đặt mục tiêu 1.920 tỷ đồng doanh thu và 270 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế trong năm 2010, tương ứng với mức tăng trưởng 10% & -24%.

Theo ước tính thận trọng của chúng tôi, năm 2010 DHG có khả năng đạt được 1.920 tỷ đồng doanh thu & 318 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tương ứng với mức tăng trưởng 10% & -11%, dựa trên các căn cứ sau:

- ❖ DHG tiếp tục điều chỉnh cơ cấu sản phẩm, đẩy mạnh các nhãn hàng chủ lực, là cơ sở cho tăng trưởng doanh thu & cải thiện tỷ suất lợi nhuận trong năm 2010. Tuy nhiên, với sự gia tăng của giá nguyên liệu (ước tính ~ 10%) và tỷ giá (ước

tính ~ 7%), một cách thận trọng chúng tôi cho rằng tỷ suất lợi nhuận gộp của DHG sẽ giảm xuống còn 49%. Quý 1/2010, tỷ suất lợi nhuận gộp của DHG ~ 48%.

- ❖ Tỷ lệ chi phí bán hàng / doanh thu dự kiến sẽ tăng để duy trì và mở rộng thị phần. Trong quý 1/2010, DHG trích trước chi phí khuyến mại, hoa hồng,... ít hơn ~ 23 tỷ đồng so với cuối năm 2009, do đó tỷ lệ chi phí bán hàng / doanh thu của DHG trong quý 1/2010 ~ 23% (tương đương năm 2009). Theo đánh giá của chúng tôi, đó là do giai đoạn trước DHG thận trọng nên trích trước nhiều & đang điều chỉnh về số dư hợp lý hơn. Tỷ lệ chi phí bán hàng / doanh thu năm 2010 nhiều khả năng sẽ ở mức ~ 26%.
- ❖ Tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp /doanh thu dự kiến sẽ giảm từ 7% còn 6% do trong năm 2010 DHG chưa có kế hoạch trích lập thêm Quỹ dự phòng Khoa học công nghệ. Trong quý 1/2010, tỷ lệ này ~ 6%.

### **Rủi ro đầu tư**

- 1) Ngành sản xuất kinh doanh dược phẩm của Việt Nam có mức độ cạnh tranh rất cao, đặc biệt là đối với phân khúc thuốc generic. Vì vậy, sẽ ngày càng khó khăn hơn cho DHG để duy trì vị thế của mình.
- 2) Nguyên liệu nhập khẩu chiếm 80% trong khi có mặt đến 50% trong cơ cấu giá thành sản phẩm. Do vậy, biến động của tỷ giá và giá nguyên liệu trong điều kiện giá bán bị khống chế sẽ ảnh hưởng không nhỏ đến kết quả kinh doanh của DHG.

### **Định giá**

Với giá đóng cửa ngày 12/07/2010 là 116.000 đồng/cp, EPS 2010 là 11.923 đồng/cp, DHG đang giao dịch với mức P/E 2010 ~ 9,73 và P/B 2010 ~ 2,55 (so với trung bình ngành là P/E 2010 ~ 8,28 & P/B 2010 ~ 1,89). Đây là mức định giá hợp lý để nắm giữ.

### **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**

Tòa nhà FIDECO, 81-85 Hàm Nghi, Q1  
TP.HCM – Việt Nam  
Tel: +84-38-9.146.925  
Fax: +84-38-9.146.924