

## MCK: DHG (HSX)

## CÔNG TY CỔ PHẦN DƯỢC HẬU GIANG

## NĂM GIỮ

## DÀI HẠN

## ĐỊNH GIÁ

132.000

## DƯỢC

Chuyên viên: Võ Hoàng Chương

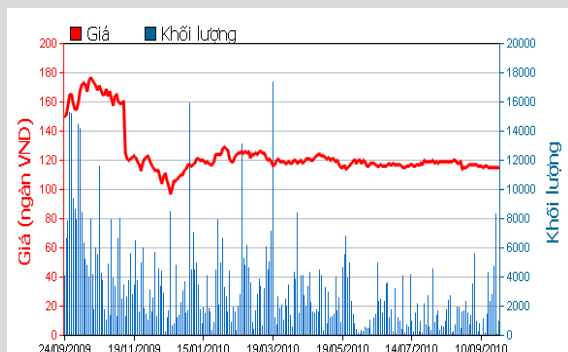
Email: chuong.vh@vdsc.com.vn

ĐT: 08 6299 2006 – Ext 344

## Chỉ tiêu cơ bản

|                                  |            |
|----------------------------------|------------|
| Giá (ngày 24/09/10) (VND)        | 115.000    |
| Giá cao nhất (52 tuần) (VND)     | 132.550    |
| Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)    | 99.727     |
| Số CP đang lưu hành              | 26.662.962 |
| KLGDBQ/phiên (30 phiên gần nhất) | 21.959     |
| Vốn hóa thị trường (tỷ VND)      | 3.065,1    |
| Trailing P/E (2009) (x)          | 8,6        |
| Forward P/E (2010) (x)           | 8,5        |
| P/BV (BV 30/06/10) (x)           | 2,8        |

## Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HSX

## Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

| Đv: Tỷ đồng | 2009    | 6T/10   | 2010KH  | 2010F   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| DT          | 1746,0  | 865,8   | 1.920,0 | 1.920,6 |
| LNTT        | 409,6   | 192,1   | 310,0   | 407,7   |
| LNST        | 362,3   | 169,6   |         | 359,8   |
| VĐL         | 266,6   | 266,6   |         | 266,6   |
| VCSH        | 1010,4  | 1.091,8 |         | 1.217,4 |
| TTS         | 1.522,0 | 1.570,5 |         | 1.730,9 |
| ROA (%)     | 23,5%   | -       |         | 20,8%   |
| ROE (%)     | 35,1%   | -       |         | 29,1%   |
| EPS (VND)   | 13.396  | -       |         | 13.495  |
| GTSS (VND)  | 37.899  | 40.953  |         | 45.660  |
| Cổ tức      | 30,0%   | -       | 25%     | 30%     |

Nguồn: BCTC DHG

Trên cơ sở những giả định và ước tính thận trọng, EPS năm 2010 của DHG được dự báo sẽ vào khoảng 13.495 đồng/cp, tương đương mức P/E forward 8,5 lần. Chúng tôi cho rằng giá trị hợp lý của cổ phiếu DHG tại thời điểm này xoay quanh mức 132.000 đồng (tương đương mức vốn hóa 3.519,5 tỷ), cao hơn gần 14,8% so với giá tham chiếu ngày 27/09/2010 (115.000 đồng). Trong điều kiện thị trường hiện tại, mức giá này chưa thật sự hấp dẫn. Vì vậy, mặc dù DHG là cổ phiếu tốt và có sự tăng trưởng bền vững nhưng chúng tôi chỉ đưa ra khuyến nghị nắm giữ đối với cổ phiếu này.

**DHG là công ty dẫn đầu trong ngành dược với thị phần lớn và hệ thống phân phối mạnh.** Ngành dược là một trong những ngành được Chính phủ đặc biệt quan tâm và đã có được sự tăng trưởng mạnh mẽ. Giá trị thuốc sản xuất trong nước tăng trưởng với tốc độ bình quân gần 20%/năm trong vòng 10 năm trở lại đây. Trong giai đoạn 2009-2012, RNCOS dự báo ngành dược ở các nước đang phát triển có thể tăng trưởng 12-15%/năm. DHG đang là công ty dẫn đầu trong ngành và chiếm khoảng 12% thị phần thuốc sản xuất trong nước. Hệ thống phân phối của DHG được xem là mạnh nhất trong ngành với 43 đại lý/chi nhánh và 54 quầy thuốc tại các bệnh viện. Hệ thống bán hàng tiếp cận trực tiếp hơn 40.000 khách hàng và trải rộng trên cả nước đến từng ấp thôn.

**Công ty được kỳ vọng sẽ hoàn thành kế hoạch doanh thu và vượt mức kế hoạch lợi nhuận trong năm nay.** Trong 6 tháng đầu năm, doanh thu và LNTT đạt 865,8 tỷ và 192,1 tỷ đồng, tương đương 45% doanh thu và 62% lợi nhuận kế hoạch. Thông thường, trong 2 quý cuối năm, DHG đều có kết quả kinh doanh tốt hơn với doanh thu tăng khoảng 20% do không chịu ảnh hưởng từ kỳ nghỉ Tết. Vì vậy, trong năm nay doanh thu được dự báo sẽ tăng khoảng 10%, đạt 1.920,6 tỷ và LNST tương ứng có thể đạt 359,8 tỷ đồng.

**Việc di dời và xây dựng nhà máy mới sẽ tạo động lực lớn cho sự tăng trưởng của DHG trong tương lai.** Tổng giá trị sản xuất của DHG thuộc loại cao nhất ngành với công suất hiện tại ước khoảng 3 tỷ đơn vị sản phẩm. Tuy nhiên, do Công ty đã hoạt động hết công suất nên khả năng tăng trưởng bị hạn chế. Vì vậy, DHG đang tiến hành xây dựng nhà máy mới ở KCN Tân Phú Thạnh (8 ha) với nhiều điều khoản thuận lợi. Vốn đầu tư ban đầu là 310 tỷ đồng (từ nguồn vốn tự có) và dự kiến hoàn thành vào đầu năm 2013. Khi đó, tổng công suất của Công ty là 6 tỷ đơn vị sản phẩm.

**Rủi ro:**

Chi phí nguyên liệu nhập khẩu chiếm tỷ trọng lớn trong giá thành (50%) nên lợi nhuận của DHG chịu ảnh hưởng mạnh từ sự biến động của giá nguyên liệu cũng như tỷ giá. Ngoài ra, do hạn chế về mặt công nghệ và tâm lý thích dùng hàng ngoại của người dân, DHG sẽ gặp rất nhiều khó khăn để cạnh tranh với các công ty nước ngoài trong phân khúc thuốc đặc trị.

Từ năm 2012, hàng rào thuế quan bị hạ thấp nên các tập đoàn nước ngoài sẽ có nhiều thuận lợi hơn để thâm nhập vào thị trường tuy nhiên việc thiết lập hệ thống phân phối ở Việt Nam là điều không hề dễ dàng và cần nhiều thời gian.

**CTCP Dược Hậu Giang**

288 Bis Nguyễn Văn Cừ, P. An Hòa

Q. Ninh Kiều, Tp. Cần Thơ

ĐT: (84 – 710) 3891433 - 3890032

Fax: (84 – 710) 3895209

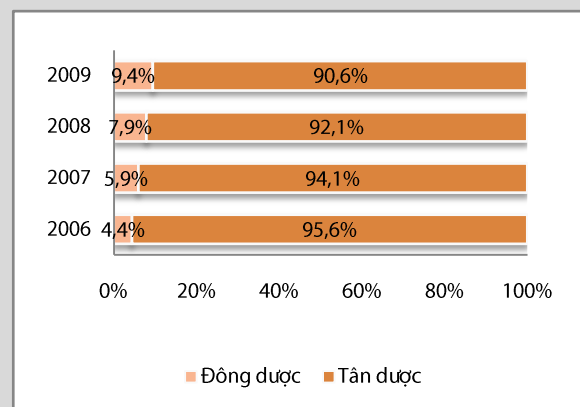
Website: <http://www.dhgpharma.com.vn>

**Thành lập:** Năm 1974  
**Cổ phần hóa:** Năm 2004  
**Nhân viên:** 2.290 người

**Quản trị - Điều hành**

- Phạm Thị Việt Nga, CT. HĐQT - TGD
- Lê Minh Hồng, TV. HĐQT - PTGD
- Lê Chánh Đạo, TV. HĐQT - PTGD
- Nguyễn Thị Hồng Loan, TV. HĐQT
- Lê Đình Bửu Trí, TV. HĐQT
- Nguyễn Như Song, TV. HĐQT
- Nguyễn Sĩ Trung Kỳ, TV. HĐQT

**Cơ cấu doanh thu theo tân dược và đông dược:**



Nguồn: Báo cáo thường niên DHG 2009

**CÔNG TY**

Dược Hậu Giang (DHG), tiền thân là Xí nghiệp Dược phẩm 2/9, được thành lập năm 1974. Hiện tại, DHG đang là Công ty dẫn đầu trong ngành dược, với các chứng nhận: hệ thống quản lý chất lượng ISO 9001:2000 và ISO 9002:1994; và đáp ứng các tiêu chuẩn của ngành: WHO-GMP/ GSP/ GLP.

Trong cơ cấu cổ đông, SCIC nắm giữ 44% và các tổ chức bên ngoài như Citigroup Global Markets, Dragon Capital, Viet Capital... nắm giữ khoảng 46%.

**Hoạt động sản xuất kinh doanh**

Hoạt động kinh doanh chính của DHG là sản xuất dược phẩm chủ yếu là tân dược thuộc nhóm hàng Generic.

**Sản phẩm chính, hệ thống phân phối và năng lực sản xuất**

Doanh thu của Công ty chủ yếu đến từ dược phẩm mà chủ yếu là hàng tự sản xuất. Tỷ trọng của hàng tự sản xuất trong doanh thu có xu hướng tăng dần trong các năm qua từ 89,2% trong năm 2005 lên 94% trong năm 2009. Trong khi đó, tỷ trọng doanh thu từ hoạt động kinh doanh hàng hóa giảm dần chỉ còn 2,2% trong năm 2009 do DHG ưu tiên kinh doanh hàng tự sản xuất.

Công ty đang sản xuất cả tân dược và đông dược. Hiện tại, đông dược chỉ chiếm 9,4% doanh thu của Công ty tuy nhiên có sự tăng trưởng khá nhanh (trong năm 2006 chỉ chiếm 4,39% doanh thu). Điều này phù hợp với chủ trương của Công ty là giảm dần sự phụ thuộc vào nguyên liệu hóa dược nhập khẩu và sử dụng nguồn thảo dược trong nước.

DHG có cơ cấu sản phẩm tương đối ổn định với các nhóm chiếm tỷ trọng cao là kháng sinh (41,82%), giảm đau-hạ sốt (15,97%), tai mũi họng (15,47%) và vitamin khoáng chất (10,12%). Ngoài ra, các nhóm sản phẩm tim mạch, hệ thần kinh và tiểu đường đang có tỷ trọng tăng dần. Các sản phẩm chủ lực như Hapacol (giảm đau – hạ sốt), Eugica (trị ho) và Haginat – Klamentin (điều trị nhiễm khuẩn) chiếm gần 40% doanh thu của DHG trong năm 2009.

DHG còn có 3 công ty con hoạt động trong lĩnh vực khác:

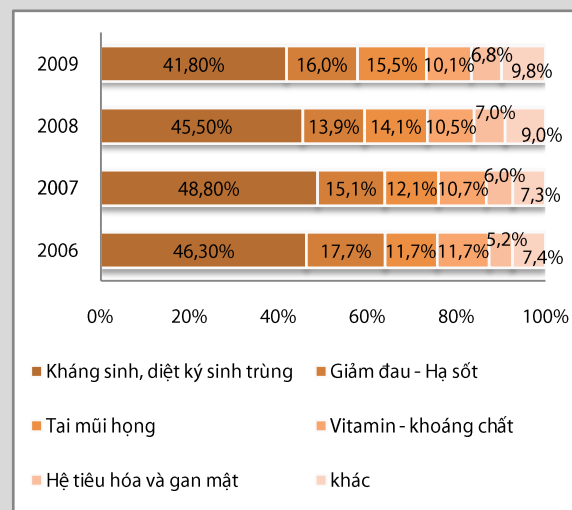
| Công ty    | Vốn điều lệ | Hoạt động chính  | Doanh thu 2009 | LNTT 2009 |
|------------|-------------|--|----------------|-----------|
| DHG Travel | 3 tỷ        | Dịch vụ lữ hành nội địa  | 14,6 tỷ        | 1,8 tỷ    |
| DHG Nature | 5 tỷ        | Nuôi trồng, chế biến và kinh doanh dược liệu; sản xuất, kinh doanh hóa dược và thực phẩm bổ sung | 22,4 tỷ        | 2,8 tỷ    |
| DHG PP     | 5 tỷ        | Sản xuất, kinh doanh bao bì nhựa, nhôm, giấy cho ngành dược                                      | 102,0 tỷ       | 23,9 tỷ   |

DHG đang nắm giữ vốn góp vào CTCP Tảo Vĩnh Hảo (sản xuất tảo Spirulina), CTCP Bao bì công nghệ cao Vĩnh Tường (sản xuất bao bì thuốc) và CTCP Dược phẩm nang mềm DHG (sản xuất dược phẩm dạng bào chế viên nang mềm). Ngoài trừ nang mềm DHG, các công ty còn lại đều bắt đầu tạo ra lợi nhuận.

**Hệ thống phân phối và Năng lực sản xuất**

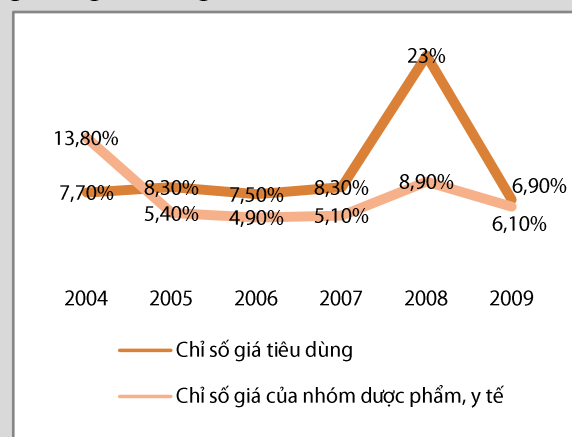
Hệ thống phân phối của DHG được xem là mạnh nhất trong ngành. Công ty có 7 công ty con phân phối ở Hậu Giang, Cà Mau, Kiên Giang, Đồng Tháp, Sóc Trăng, An Giang và Cần Thơ. Trong năm 2009, DHG đã chuyển 9 trung tâm phân phối liên kết với các Công ty dược địa phương thành Chi nhánh để chủ động trong kinh doanh. Hiện tại, Công ty có 43 đại lý/chi nhánh và 54 quầy thuốc tại các bệnh viện trong đó có 22 chi nhánh và công ty con đạt GDP và

**Cơ cấu doanh thu theo nhóm sản phẩm:**



Nguồn: Báo cáo thường niên DHG 2009

**Chỉ số giá nhóm hàng dược phẩm, y tế so với chỉ số giá hàng tiêu dùng**



Nguồn: Tổng cục thống kê

10 nhà thuốc trực thuộc đạt GPP. Hệ thống bán hàng của Công ty tiếp cận trực tiếp hơn 40.000 khách hàng và trải rộng trên cả nước đến từng ấp thôn.

Năng lực sản xuất: tổng giá trị sản xuất đứng đầu ngành với công suất luôn ở mức tối đa. Công suất hiện tại là 3 tỷ đơn vị sản phẩm/năm. Năm 2009, DHG đã sản xuất được 2,976 tỷ đơn vị sản phẩm, tăng 3,6% so với năm 2008.

**Nguyên vật liệu:**

Nguyên liệu: 80% nguyên liệu chính được nhập khẩu trong đó chủ yếu là dùng cho sản xuất tân dược và chiếm 50% giá thành. Để bắt đầu giảm sự phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu này, Công ty đã nuôi tảo Spirulina thành công ở Vĩnh Hảo để cung cấp nguyên liệu cho sản phẩm Spivital. Ngoài ra, DHG Nature đã mua đất, thuê đất để nuôi trồng dược liệu tại Tây Ninh, Đà Lạt để cung cấp dược liệu cho sản xuất đông dược. Về bao bì, khoảng 20% nhu cầu bao bì thuốc của DHG được cung cấp bởi CTCP Bao bì công nghệ cao Vĩnh Tường còn công ty con in – bao bì DHG chỉ cung cấp bao bì bên ngoài.

Trong giai đoạn 2007-2009, mặc dù giá cả biến động khá mạnh, DHG cho thấy sự hiệu quả trong quản lý nguồn nguyên liệu đầu vào và đầu ra với tỷ suất lãi gộp được duy trì ổn định (53%). Tuy nhiên, trong 6 tháng đầu năm nay, chỉ số này lại sụt giảm xuống còn 49% do giá nguyên liệu nhập khẩu biến động phức tạp nhưng giá hàng bán lại khá ổn định. Theo Bộ Công Thương, hai quý đầu năm nay, chỉ số giá của nhóm hàng dược phẩm y tế là 1,84% đứng thứ 9/11 về chỉ số tăng giá của các nhóm hàng thiết yếu.

**Thị trường và vị thế Công ty**

Các đối thủ cạnh tranh chính của DHG ngoài các tập đoàn lớn của nước ngoài như Sanofi – Aventis, GSK và Pfizer còn có các công ty trong nước như DVD, DMC và IMP. Nhìn chung, mức độ cạnh tranh trong ngành là rất cao. Với quá trình phát triển lâu dài, thương hiệu của Công ty đã được khẳng định trên thị trường. DHG đang là Công ty dẫn đầu trong ngành dược Việt Nam với giá trị sản xuất cũng như thị phần lớn nhất so với các công ty trong nước. Năm 2009, DHG chiếm 12% thị phần thuốc sản xuất trong nước và trên 5% thị trường tiêu thụ thuốc tại Việt Nam (chỉ sau 2 tập đoàn lớn của nước ngoài là Sanofi – Aventis và GSK). Về thị trường xuất khẩu, DHG xuất các sản phẩm chủ yếu là đông dược sang các nước lân cận và Châu Phi.

**Tiềm năng tăng trưởng**

Do công suất nhà máy hiện tại đã hết nên DHG có kế hoạch xây dựng nhà máy mới. Khu đất cạnh trụ sở chính có diện tích 28.330,9 m<sup>2</sup> ở đường Nguyễn Văn Cừ, Cần Thơ ban đầu được dự định sẽ sử dụng để xây nhà máy này tuy nhiên do ở trong thành thị nên không phù hợp. Vì vậy, mảnh đất này sẽ chuyển mục đích sử dụng sang “đất ở đô thị”. Hiện tại, DHG vẫn chưa có dự án cụ thể đối với lô đất này.

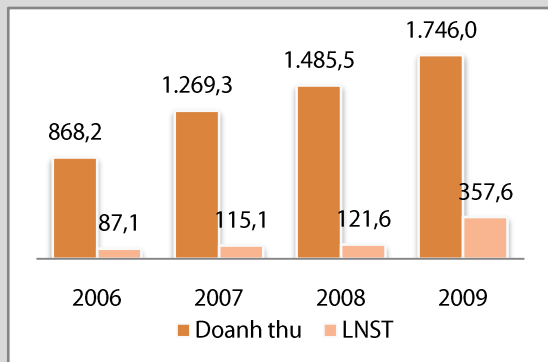
Nhà máy mới dự định sẽ xây ở KCN Trà Nóc II nhưng sau đó được chuyển đến KCN Tân Phú Thạnh (8 ha) với giá thuê rẻ hơn, điều kiện vệ sinh tốt hơn, khuôn viên rộng lớn hơn và chính sách ưu đãi về thuế tốt hơn (dự tính thuế TNDN được miễn giảm từ 2013 – 2027 là 710 tỷ đồng).

Dự án xây dựng nhà máy mới gồm 2 giai đoạn. Giai đoạn 1 có vốn đầu tư là 310 tỷ đồng (từ nguồn vốn tự có) và dự kiến hoàn thành vào đầu năm 2013 với công suất 4 tỷ đơn vị sản phẩm. Ngoài ra, nhà máy hiện tại sau khi di dời và cấu trúc lại sẽ có công suất 2 tỷ đơn vị sản phẩm. Như vậy, tổng công suất của Công ty vào năm 2013 là 6 tỷ đơn vị sản phẩm.

Do thuốc là nhu cầu thiết yếu của người dân và ngành dược ở Việt Nam vẫn

**Doanh thu thuần và Lợi nhuận qua các năm**

*Đvt: tỷ đồng*



*Nguồn: BTC DHG*

**Khả năng sinh lời và hiệu quả hoạt động**

| Chỉ số                   | 2007  | 2008  | 2009  | Ngành |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Lãi gộp/DT               | 52,7% | 53,3% | 52,9% | 34,1% |
| Lãi hoạt động/DT         | 11,0% | 11,1% | 22,9% | 14,6% |
| LNST/DT                  | 9,1%  | 8,2%  | 20,5% | 12,2% |
| ROE                      | 18,0% | 17,5% | 35,1% | 22,9% |
| ROA                      | 12,2% | 11,2% | 23,5% | 14,8% |
| DT/TTS                   | 1,3   | 1,4   | 1,1   | 1,2   |
| Vòng quay hàng tồn kho   | 2,6   | 2,3   | 2,7   | 3,7   |
| Vòng quay khoản phải thu | 4,9   | 5,8   | 5,9   | 4,1   |
| Vòng quay khoản phải trả | 2,3   | 1,9   | 2,0   | 3,9   |

*Nguồn: BCTC DHG và VDSC tổng hợp*

**Khả năng thanh toán và Cấu trúc tài chính**

| Khả năng thanh toán  | 2008 | 2009 | Q2/10 | Ngành |
|----------------------|------|------|-------|-------|
| Thanh toán hiện hành | 2,13 | 2,52 | 2,9   | 2,1   |
| Thanh toán nhanh     | 1,29 | 1,88 | 2,0   | 0,8   |
| Thanh toán tiền mặt  | 0,58 | 1,25 | 1,2   | 0,5   |

**Cấu trúc tài chính**

| Cấu trúc tài chính | 2008  | 2009  | Q2/10 | Ngành |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|
| Tổng nợ/VCSH       | 55,0% | 48,7% | 43,1% | 55,3% |
| Tổng nợ/TTS        | 35,4% | 32,6% | 30,0% | 35,6% |
| Vay ngắn hạn/VCSH  | 1,2%  | 7,3%  | 1,9%  | 18,8% |
| Vay dài hạn/VCSH   | -     | -     | -     | 3,5%  |
| Vay ngắn hạn/TTS   | 0,8%  | 4,9%  | 1,3%  | 12,1% |
| Vay dài hạn/TTS    | -     | -     | -     | 2,2%  |

*Nguồn: BCTC DHG và VDSC tổng hợp*

còn đang trong giai đoạn phát triển nên triển vọng của Công ty là khá lớn. Tuy nhiên, do Công ty đang hoạt động hết công suất và nhà máy mới sẽ đi vào hoạt động trong năm 2013. Mặc dù Công ty có thể tăng doanh thu và lợi nhuận bằng cách thay đổi cơ cấu sản phẩm nhưng sự gia tăng này là không nhiều. Vì vậy, kết quả kinh doanh của Công ty trong năm nay và 2 năm tới nhiều khả năng sẽ không có sự đột biến. Đến năm 2013, tình hình hoạt động của Công ty sẽ có sự cải thiện rõ rệt khi nhà máy mới đi vào hoạt động.

**Rủi ro kinh doanh**

Giá nguyên liệu biến động mạnh sẽ ảnh hưởng đến tính ổn định trong sản xuất kinh doanh. Rủi ro tỷ giá: VND có thể tiếp tục trượt giá so với USD, làm tăng thêm chi phí nguyên vật liệu nhập khẩu.

DHG vẫn phải chịu sức ép lớn từ các đối thủ nước ngoài với lợi thế về công nghệ, thương hiệu và tâm lý ưa dùng hàng ngoại của người dân. Tuy nhiên, với lợi thế về hệ thống phân phối, DHG vẫn có thể duy trì được sự tăng trưởng.

**Tình hình tài chính**

Doanh thu và LNST của DHG có sự tăng trưởng khá ổn định trong giai đoạn 2006-2009. Bên cạnh đó, tỷ suất lãi gộp của DHG cũng được duy trì ổn định ở mức 53% trong giai đoạn đầy biến động vừa qua cho thấy sự ổn định trong hoạt động sản xuất kinh doanh của Công ty. Không giống như phần lớn các công ty khác trong ngành vừa kinh doanh hàng tự sản xuất vừa phân phối sản phẩm của các công ty khác, DHG chỉ tập trung kinh doanh hàng tự sản xuất (chiếm 94% doanh thu) nên dẫn đến sự vượt trội về tỷ suất lãi gộp. Hiện tại, DHG là một trong hai công ty có tỷ trọng hàng tự sản xuất trong doanh thu cao nhất ngành. Ngoài ra, quy mô sản xuất lớn và nguyên liệu tồn trữ hợp lý cũng góp phần tạo ra tỷ suất lãi gộp cao.

Trong năm 2009, các chỉ số thể hiện khả năng sinh lời như tỷ suất lãi gộp, ROE và ROA đều tăng mạnh so với các năm trước và cao hơn nhiều so với bình quân ngành. Nguyên nhân chính là do chi phí bán hàng được cắt giảm nhiều (giảm gần 112 tỷ đồng so với năm 2008) trong khi doanh thu tăng trưởng 17,5%. Công ty đã điều chỉnh một số loại chi phí mua ngoài, giảm hoa hồng đại lý do các đại lý được sát nhập vào các chi nhánh hoặc được chuyển thành chi nhánh dẫn đến sự sụt giảm lớn về chi phí bán hàng. Điều này cho thấy sự cắt giảm chi phí này mang tính chất bền vững. Bên cạnh đó, các khoản lãi tiền gửi mang lại cho DHG lợi nhuận là 27,3 tỷ và các yếu tố khác quan như biến động tỷ giá cũng góp phần tạo ra lợi nhuận đột biến cho Công ty.

Lũy kế 6 tháng đầu năm 2010, DHG đã đạt 865,8 tỷ doanh thu (hoàn thành 45% kế hoạch) và 192,1 tỷ LNTT (hoàn thành 62% kế hoạch). So với cùng kỳ năm trước, doanh thu chỉ tăng 7,4% nhưng LNTT tăng gần 18% chủ yếu là do Công ty chủ trương không tiếp tục sử dụng khoản chiết khấu thanh toán và không phải dự phòng giảm giá các khoản đầu tư ngắn hạn và dài hạn. Nhờ vậy, chi phí tài chính giảm gần 20 tỷ so với cùng kỳ năm trước.

**Khả năng thanh toán và Cấu trúc tài chính**

DHG chỉ vay một ít nợ ngắn hạn và đang có tiền (gồm cả tiền gửi ngân hàng) lớn, gần 490 tỷ đồng, nên khả năng thanh toán của Công ty là rất tốt và vượt trội so với bình quân ngành. Bên cạnh đó, các chỉ số nợ đều thấp hơn so với bình quân ngành. Tuy nhiên, việc duy trì lượng tiền lớn như vậy ảnh hưởng không tốt đến hiệu quả sử dụng vốn lưu động của Công ty. Trong thời gian tới, do phải xây dựng nhà máy mới với vốn đầu tư là 310 tỷ đồng thì lượng tiền này sẽ bắt đầu giảm xuống.



**P/E ngành**

| Mã               | Vốn hóa TT<br>(tỷ VND) | Trailing<br>P/E |
|------------------|------------------------|-----------------|
| PMC              | 173,7                  | 6,3             |
| DHT              | 251,1                  | 14,5            |
| OPC              | 368,6                  | 7,0             |
| MKP              | 465,1                  | 7,6             |
| DCL              | 495,7                  | 8,7             |
| TRA              | 533,6                  | 9,4             |
| DMC              | 609,1                  | 6,7             |
| IMP              | 684,6                  | 9,3             |
| SPM              | 945,0                  | 15,2            |
| DVD              | 2.030,7                | 11,0            |
| DHG              | 3.065,1                | 7,9             |
| <b>Bình Quân</b> |                        | <b>9,0</b>      |

**DỰ PHÓNG**

Năm 2010, kế hoạch Công ty đặt ra đối với tổng doanh thu là 1.290 tỷ và lợi nhuận trước thuế là 310 tỷ. Chúng tôi cho rằng DHG có thể đạt được mục tiêu doanh thu và vượt mục tiêu lợi nhuận với những kết quả mà Công ty đã đạt được sau 6 tháng đầu năm nay.

**Kết quả kinh doanh.** Do công suất máy móc hiện tại đã sử dụng hết nên khả năng tăng trưởng bị hạn chế mặc dù Công ty có thể thay đổi cơ cấu sản phẩm để tăng doanh thu. Ngoài ra, lũy kế 6 tháng đầu năm nay, Công ty chỉ hoàn thành 45% kế hoạch doanh thu. Tuy nhiên, hoạt động kinh doanh của Công ty thông thường trong 2 quý cuối năm đều tốt hơn 2 quý đầu năm (tăng khoảng 20%). Vì vậy, mặc dù đây là một thách thức không nhỏ nhưng chúng tôi cho rằng DHG có thể đạt được mức doanh thu này. Như vậy, doanh thu năm 2010 sẽ tăng 10% so với năm 2009 và Công ty cũng được kỳ vọng sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu này trong vòng 2 năm tiếp theo. Khi nhà máy mới đi vào hoạt động trong năm 2013 với công suất tăng gấp đôi thì doanh thu của Công ty được dự báo sẽ tăng 30% trong năm này và năm tiếp theo.

Tỷ suất lãi gộp sau 2 quý đầu năm là 49% nhưng do tình hình kinh doanh được cải thiện trong 2 quý còn lại nên dự báo tỷ suất này là 51% cho cả năm 2010. Trong các năm sau, tỷ suất lãi gộp sẽ giảm dần do áp lực cạnh tranh và giá cả đầu vào và đầu ra biến động khó lường. Ngoài ra, cũng do cạnh tranh, các chỉ số chi phí bán hàng/doanh thu và chi phí quản lý/doanh thu sẽ tăng dần.

**Bảng cân đối kế toán**

Do Công ty có lượng tiền và các khoản tương đương tiền lớn nên không phải chịu áp lực về vốn cho dự án xây dựng nhà máy mới. Vì vậy, cấu trúc vốn hiện tại của Công ty sẽ tiếp tục được duy trì với tỷ lệ nợ rất thấp.

Hàng tồn kho, các khoản phải thu và phải trả được dự báo sẽ tăng trưởng tương xứng với tốc độ tăng trưởng của doanh thu.

Về đầu tư vào tài sản cố định, do ảnh hưởng của dự án nhà máy mới, nguyên giá TSCĐ sẽ tăng mạnh đến năm 2012. Cụ thể, giá trị tài sản đầu tư thêm trong năm 2010, 2011 và 2012 lần lượt là 81 tỷ, 95 tỷ và 111 tỷ. Các năm còn lại, nguyên giá TSCĐ sẽ tăng trưởng chậm lại.

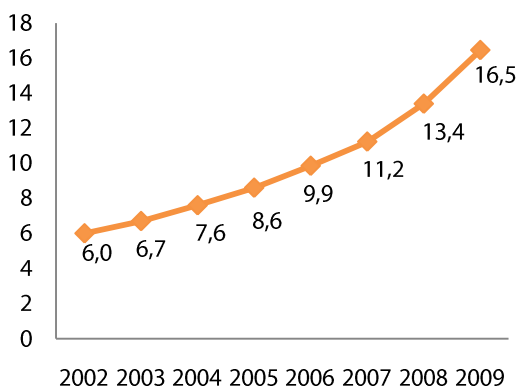
*Trên cơ sở những dự phóng trên, doanh thu trong năm 2010 của DHG là 1920,6 tỷ. Lợi nhuận sau thuế sẽ vào khoảng 359,8 tỷ, tương đương mức EPS với số lượng cổ phiếu hiện hành 26.662.962 vào khoảng 13.495 đồng/cp.*

**Định giá**

Chúng tôi sử dụng phương pháp FCFE và P/E để định giá DHG với P/E được tham chiếu từ trung bình ngành được. Trailing P/E của ngành hiện nay khoảng 9,0. Cần nhắc thêm một số yếu tố vĩ mô trong và ngoài nước hiện nay cùng với tình hình thực tế của Công ty, trên quan điểm thận trọng chúng tôi sử dụng hệ số P/E với một tỷ lệ chiết khấu 5%. Trong phương pháp FCFE, chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu và tốc độ tăng trưởng dài hạn của FCFE sau năm 2014 được ước tính lần lượt là 16,6% và 6,9%.

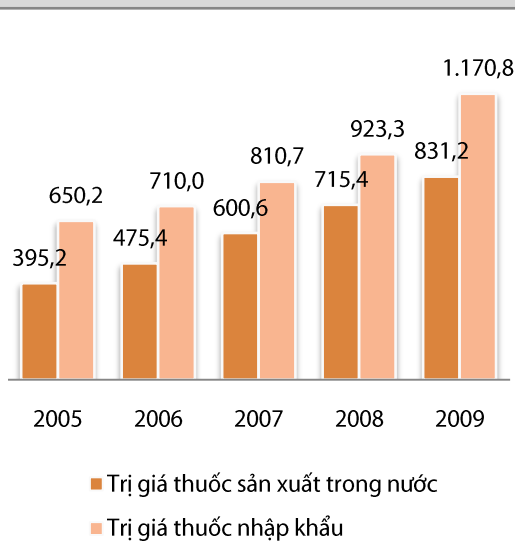
| Mô hình định giá     | Giá     | Tỷ trọng    | Bình quân      |
|----------------------|---------|-------------|----------------|
| P/E                  | 116.057 | 30%         | 34.817         |
| FCFE                 | 139.464 | 70%         | 97.625         |
| <b>Giá bình quân</b> |         | <b>100%</b> | <b>132.442</b> |

**Tiền thuốc bình quân đầu người (USD/người):**



Nguồn: Bộ Y Tế

**Tăng trưởng sản xuất trong nước:**



Nguồn: Bộ Y Tế

**SƠ LƯỢC NGÀNH DƯỢC**

**Những nét chính trong thời gian qua**

Dược phẩm là một trong những mặt hàng thiết yếu của người dân nên ngành Dược ít chịu ảnh hưởng của chu kỳ kinh tế và có tốc độ tăng trưởng ổn định. Ngành Dược Việt Nam vẫn còn non trẻ với chỉ tiêu cho ngành năm 2009 chỉ chiếm 1,6% GDP. Chi tiêu y tế của người dân tăng gần 3 lần từ 5,4 USD/người/năm lên 19,6 USD/người/năm trong giai đoạn 2000-2009. Tuy nhiên, mức chi tiêu này vẫn thấp so với mức chi tiêu trung bình của thế giới (40USD/người/năm).

Mặc dù vậy, ngành Dược ở Việt Nam có nhiều tiềm năng để phát triển: dân số đông và ngày càng tăng, mức sống người dân cũng được nâng lên và vấn đề sức khỏe cũng được quan tâm nhiều hơn. Thị phần thuốc sản xuất trong nước tăng trưởng với tốc độ bình quân gần 20%/năm trong vòng 10 năm trở lại đây nhưng chỉ chiếm khoảng 49% tổng thị phần thuốc sử dụng. Nguyên nhân là do phần lớn thuốc sản xuất trong nước đều là thuốc generic có giá trị bằng 1/2 hoặc 1/3 so với thuốc ngoại. Các tập đoàn Dược lớn trên thế giới như Sanofi – Aventis, GSK và Pfizer đang chiếm lĩnh phân khúc thuốc đặc trị có giá trị cao.

Tính đến năm 2009, cả nước có 98 nhà máy đạt chuẩn GMP, 98 cơ sở đạt GLP và 126 nhà kho đạt GSP. Do hạn chế về mặt công nghệ, các công ty dược trong nước phải nhập khẩu khoảng 90% nhu cầu nguyên vật liệu từ nước ngoài.

**Triển vọng ngành**

RNCOS dự báo trong giai đoạn 2009-2012, ngành dược ở các nước đang phát triển có thể tăng trưởng 12-15%/năm.

Chính phủ chủ trương đưa thị phần thuốc sản xuất trong nước đạt từ 60% trở lên và khuyến khích gia tăng sản xuất nguyên phụ liệu trong nước để thay thế nguồn nguyên liệu nhập khẩu.

Theo lộ trình gia nhập WTO, ngành Dược sẽ dần mất đi sự bảo hộ từ Chính Phủ nên các công ty trong nước sẽ chịu áp lực cạnh tranh gay gắt từ các tập đoàn nước ngoài. Tuy nhiên, với lợi thế về hệ thống phân phối với 2 kênh chủ yếu là hệ điều trị-bệnh viện và hệ thương mại, các công ty trong nước vẫn đủ sức cạnh tranh và tiếp tục tăng trưởng.

**Chỉ tiêu tài chính một số công ty tiêu biểu**

| Mã CK | Market Cap | DT 2009  |          | LNST 2009 |          | EPS   |          | BV       |          | P/BV         |       | 6 tháng/2010 |     |           |          |
|-------|------------|----------|----------|-----------|----------|-------|----------|----------|----------|--------------|-------|--------------|-----|-----------|----------|
|       | 23/09/10   | (tỷ VND) | (tỷ VND) | (tỷ VND)  | (tỷ VND) | 4 quý | (VND/cp) | 30/06/10 | (VND/cp) | Trailing P/E | (x)   | 30/06/10     | (x) | Doanh thu | LNST     |
|       |            |          |          |           |          |       |          |          |          |              |       |              |     | (tỷ VND)  | (tỷ VND) |
|       |            |          |          |           |          |       |          |          |          |              |       |              |     | %KH       | % KH     |
| MKP   | 465,1      | 646,84   | 61,19    | 6.644     | 37.231   | 7,6   | 1,3      | 396,4    | 55,1%    | 37,2         | 49,6% |              |     |           |          |
| DCL   | 495,7      | 575,52   | 68,85    | 5.733     | 29.639   | 8,7   | 1,7      | 298,8    | 39,8%    | 28,4         | 54,1% |              |     |           |          |
| TRA   | 533,6      | 747,04   | 51,05    | 4.662     | 25.520   | 9,4   | 1,7      | 395,4    | 43,9%    | 32,1         | 52,4% |              |     |           |          |
| DMC   | 609,1      | 1.067,90 | 76,36    | 5.164     | 29.355   | 6,7   | 1,2      | 516,5    | 43,0%    | 56,2         | 57,4% |              |     |           |          |
| IMP   | 684,6      | 660,08   | 65,71    | 6.316     | 47.034   | 9,3   | 1,3      | 315,6    | 41,4%    | 39,0         | 57,8% |              |     |           |          |
| SPM   | 945,0      | 254,69   | 62,39    | 4.456     | 17.325   | 15,2  | 3,9      | 159,8    | -        | 43,9         | -     |              |     |           |          |
| DVD   | 2.030,7    | 917,19   | 108,75   | 10.018    | 28.245   | 11,0  | 3,8      | 686,3    | 57,2%    | 101,9        | 70,2% |              |     |           |          |
| DHG   | 3.065,1    | 1.746,02 | 362,34   | 14.503    | 40.872   | 7,9   | 2,8      | 841,2    | 43,8%    | 176,6        | 63,4% |              |     |           |          |

Nguồn: Stox, VDSC tổng hợp

**PHỤ LỤC**

|   | 2007    | 2008    | 2009    | 2010E   |
|---|---------|---------|---------|---------|
| <b>Báo cáo kết quả kinh doanh (Đơn vị: tỷ đồng)</b> |         |         |         |         |
| Doanh thu   | 1.269,3 | 1.485,5 | 1.746,0 | 1.920,6 |
| Lợi nhuận HĐKD                                      | 139,4   | 165,6   | 400,3   | 391,2   |
| Lợi nhuận trước thuế                                | 128,3   | 145,0   | 409,6   | 407,7   |
| Lợi nhuận sau thuế                                  | 115,1   | 121,6   | 357,6   | 359,8   |
| EBIT  | 143,7   | 150,2   | 413,0   | 410,1   |
| EBITDA  | 167,8   | 178,8   | 442,8   | 447,7   |
| <b>Bảng cân đối kế toán (Đơn vị: tỷ đồng)</b>       |         |         |         |         |
| Tiền mặt  | 135,0   | 211,7   | 584,1   | 659,0   |
| Tài sản ngắn hạn                                    | 678,8   | 783,5   | 1.212,5 | 1.402,6 |
| Tài sản cố định                                     | 216,6   | 224,0   | 231,8   | 278,9   |
| Tổng tài sản  | 944,7   | 1.081,8 | 1.522,0 | 1.784,2 |
| Tổng nợ vay   | 43,4    | 8,5     | 74,0    | 20,2    |
| Tổng nợ   | 303,8   | 382,7   | 496,2   | 486,2   |
| Vốn chủ sở hữu                                      | 622,6   | 701,1   | 1.010,4 | 1.270,8 |
| <b>Tốc độ tăng trưởng (%)</b>                       |         |         |         |         |
| Doanh thu   | 46,2%   | 17,0%   | 17,5%   | 10,0%   |
| Lợi nhuận trước thuế                                | 47,4%   | 13,0%   | 182,4%  | -0,5%   |
| Lợi nhuận sau thuế                                  | 32,3%   | 5,6%    | 194,2%  | 0,6%    |
| Tổng tài sản  | 95,6%   | 14,5%   | 40,7%   | 17,2%   |
| Vốn chủ sở hữu                                      | 274,6%  | 9,0%    | 46,3%   | 26,6%   |
| <b>Khả năng sinh lợi (%)</b>                        |         |         |         |         |
| Lợi nhuận gộp / Doanh thu                           | 52,7%   | 53,3%   | 52,9%   | 51,0%   |
| Lợi nhuận trước thuế / Doanh thu                    | 10,1%   | 9,8%    | 23,5%   | 21,2%   |
| Lợi nhuận sau thuế / Doanh thu                      | 9,1%    | 8,2%    | 20,5%   | 18,7%   |
| ROA   | 12,2%   | 11,2%   | 23,5%   | 20,2%   |
| ROE   | 18,0%   | 17,5%   | 35,1%   | 27,9%   |
| <b>Hiệu quả hoạt động (lần)</b>                     |         |         |         |         |
| Vòng quay Tổng tài sản                              | 1,3     | 1,4     | 1,1     | 1,1     |
| Vòng quay Vốn chủ sở hữu                            | 2,0     | 2,1     | 1,7     | 1,5     |
| Vòng quay các khoản phải thu                        | 4,9     | 5,8     | 5,9     | 5,7     |
| Vòng quay hàng tồn kho                              | 2,6     | 2,3     | 2,7     | 2,4     |
| Vòng quay các khoản phải trả                        | 2,3     | 1,9     | 2,0     | 2,1     |
| <b>Khả năng thanh toán (lần)</b>                    |         |         |         |         |
| Khả năng thanh toán hiện hành                       | 2,2     | 2,1     | 2,5     | 3,0     |
| Khả năng thanh toán nhanh                           | 1,5     | 1,3     | 1,9     | 2,2     |
| Khả năng thanh toán tiền mặt                        | 0,6     | 0,6     | 1,2     | 0,1     |
| <b>Cấu trúc vốn (%)</b>                             |         |         |         |         |
| Tổng nợ/ Vốn chủ sở hữu                             | 47,6%   | 55,0%   | 48,7%   | 37,7%   |
| Nợ vay / Tổng tài sản                               | 4,6%    | 0,8%    | 4,9%    | 1,1%    |
| Tổng nợ / Tổng tài sản                              | 32,2%   | 35,4%   | 32,6%   | 27,2%   |

**LỊCH SỬ PHÂN TÍCH**

Ngày phát hành      Loại báo cáo      Khuyến nghị      Giá tại ngày phát hành      Giá định giá

**BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY**

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

**Các loại khuyến cáo**

- Khuyến cáo 'MUA': khi giá trị hợp lý được xác định cao hơn giá thị trường 25% - 30%.
- Khuyến cáo 'BÁN': khi giá trị hợp lý được xác định thấp hơn giá thị trường.
- Khuyến cáo 'NẮM GIỮ': là khuyến cáo trung lập, nhà đầu tư đang sở hữu cổ phiếu có thể tiếp tục nắm giữ hoặc xem xét bán chốt lời; nhà đầu tư chưa sở hữu cổ phiếu thì không mua hoặc xem xét chuẩn bị mua.
- Khung thời gian đầu tư: Các khuyến cáo Dài hạn, Trung hạn, Ngắn hạn tương ứng với khoảng thời gian lần lượt là trên 1 năm, từ 3 tháng đến 1 năm, và dưới 3 tháng.

**GIỚI THIỆU**

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là **VDSC**) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

**Hệ thống mạng lưới****Trụ sở chính**

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM  
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986  
Website: [www.vdsc.com.vn](http://www.vdsc.com.vn)

**Chi nhánh Sài Gòn**

147-149 Võ Văn Tần – Quận 3 – TP.HCM

**Chi nhánh Đà Nẵng**

48 Trần Phú – TP. Đà Nẵng

**Chi nhánh Hà Nội**

74 Bà Triệu – Quận Hoàn Kiếm – Hà Nội

**Chi nhánh Cần Thơ**

8 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

**Chi nhánh Nha Trang**

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

**TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ**

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. VDSC tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được VDSC thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của VDSC. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của VDSC đều trái luật. **Bản quyền thuộc VDSC, 2010.**