

MCK: MKP (HSX)

CTCP HÓA - DƯỢC PHẨM MEKOPHAR

NẮM GIỮ

DÀI HẠN

ĐỊNH GIÁ

59.200

Chuyên viên: Võ Hoàng Chương

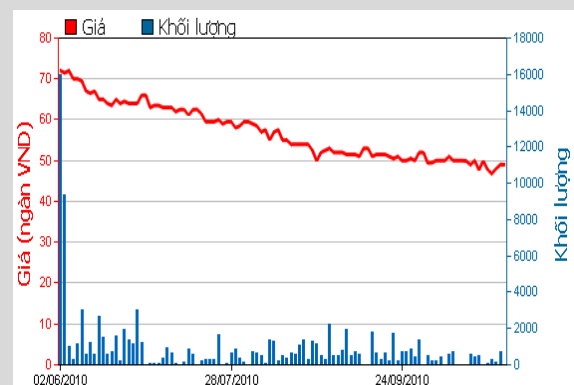
Email: chuong.vh@vdsc.com.vn

ĐT: 08 6299 2006 – Ext 313

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (ngày 29/10/10) (VND)	48.600
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	72.000
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	46.800
Số CP đang lưu hành	9.069.849
KLGDBQ/phiên (30 phiên gần nhất)	3.783
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	444,4
Trailing P/E (2009) (x)	7,3
Forward P/E (2010) (x)	6,3
P/BV (BV 30/09/10) (x)	1,1

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: Tỷ đồng	2009	9T/10	2010KH	2010F
DT	646,8	629,8	720,0	862,2
LNTT	80,9	71,2	75,0	91,3
LNST	61,2	57,0	60,0	70,3
VĐL	92,1	92,1		92,1
VCSH	342,7	399,7		382,2
TTS	447,2	505,6		489,4
ROA (%)	13,7%	-		14,4%
ROE (%)	16,6%	-		18,3%
EPS (VND)	6.753	-		7.748
GTSS (VND)	37,787	44.071		42.136
Cổ tức	30,0%	-	20%	30%

Nguồn: BCTC MKP

DƯỢC

Trên cơ sở những giả định và ước tính thận trọng, EPS năm 2010 của MKP được dự báo sẽ vào khoảng 7.748 đồng/cp, tương đương mức P/E forward 6,3 lần. Chúng tôi cho rằng giá trị hợp lý của cổ phiếu MKP tại thời điểm này xoay quanh mức 59.200 đồng (tương đương mức vốn hóa 536,9 tỷ), cao hơn gần 21,8% so với giá tham chiếu ngày 1/11/2010 (48.600 đồng). Trong điều kiện thị trường hiện tại, mức giá này chưa thật sự hấp dẫn. Vì vậy, mặc dù MKP là công ty có kết quả hoạt động kinh doanh ổn định và có chỗ đứng vững chắc trong ngành dược nhưng chúng tôi chỉ đưa ra khuyến nghị nắm giữ trong dài hạn đối với cổ phiếu này. Nhà đầu tư có thể cân nhắc thêm về tỷ suất sinh lời mong đợi cũng như khả năng chịu đựng rủi ro để có quyết định phù hợp.

MKP có vị thế nhất định trong ngành dược. Ngành dược là một trong những ngành được Chính phủ đặc biệt quan tâm và đã có được sự tăng trưởng mạnh mẽ. Thị phần 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. Năm 2009, MKP giữ vị trí thứ 4 về giá trị hàng tự sản xuất trong ngành dược Việt Nam (sau DHG, IMP và DMC) và chiếm khoảng 4% thị phần thuốc sản xuất trong nước. MKP đang là công ty duy nhất trong nước có khả năng sản xuất sản xuất nguyên liệu kháng sinh với quy mô đáng kể.

Năm nay, lợi nhuận của MKP được kỳ vọng sẽ có sự cải thiện sau một khoảng thời gian chững lại. Trong 9 tháng đầu năm, MKP đã đạt 629,8 tỷ doanh thu (hoàn thành 87,5% kế hoạch) và 57,0 tỷ LNST (hoàn thành 95% kế hoạch). So với cùng kỳ năm trước, doanh thu tăng 41,5% và LNST tăng 18%. Tuy nhiên, sự tăng trưởng về mặt doanh thu có sự đóng góp rất lớn từ hoạt động kinh doanh hàng hóa có tỷ suất lãi gộp rất thấp vì vậy chúng tôi không đánh giá cao sự tăng trưởng vượt bậc về mặt doanh thu này. Tuy nhiên, doanh thu từ thành phẩm do Công ty sản xuất cũng có sự tăng trưởng nhất định (tăng 11,3% so với cùng kỳ) giúp cho lãi gộp từ thành phẩm tăng 12,7% so với cùng kỳ. Dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế trong năm 2010 của MKP là 862,2 tỷ và 70,3 tỷ.

MKP đang có nhiều dự án kinh doanh có khả năng mang lại giá trị lớn cho Công ty. MKP đã mua 24 ha đất ở KCN Tân Uyên để xây dựng nhà máy đạt chuẩn GMP-WHO và thực hiện dự án sản xuất nguyên liệu kháng sinh nhóm Cephalosporin. Dự án nguyên liệu kháng sinh này sẽ nhận được sự hỗ trợ khá nhiều từ Chính phủ. Ngoài ra, một số đối tác cũng đã liên hệ để tiến hành dự án bất động sản tại các khu đất 192 Pasteur và số 5 Ngô Thời Nhiệm mà MKP đang quản lý. MKP cũng đang có kế hoạch xây dựng trung tâm thương mại và chung cư cho người có thu nhập trung bình tại khu đất 620 Kinh Dương Vương.

Rủi ro:

Chi phí nguyên liệu nhập khẩu chiếm tỷ trọng 60% trong giá thành nên lợi nhuận của MKP chịu ảnh hưởng mạnh từ sự biến động của giá nguyên liệu cũng như tỷ giá. Ngoài ra, Áp lực cạnh tranh từ các đối thủ nước ngoài và các công ty dược trong nước cũng là trở ngại rất lớn đối với sự tăng trưởng của Công ty. 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.

Thanh khoản của cổ phiếu MKP thấp với KLGDBQ của 30 phiên gần nhất là 3,783 cổ phiếu/phiên. Do đó, nhà đầu tư cần cân nhắc yếu tố này trước khi quyết định đầu tư.

CTCP Hóa - Dược Phẩm Mekophar

297/5 Lý Thường Kiệt

Q. 11, Tp. Hồ Chí Minh

ĐT: (84 – 8) 38646129 - 38650197

Fax: (84 – 710) 38652480

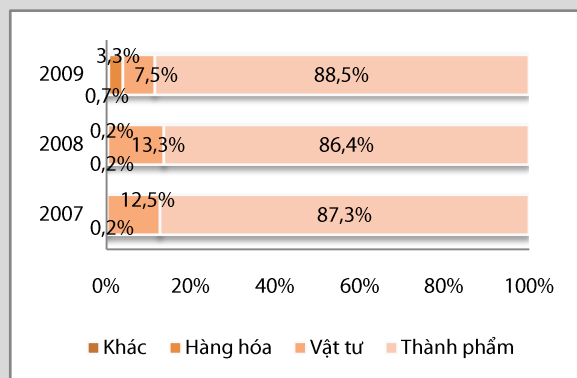
Website: <http://www.mekophar.com.vn>

Thành lập: Năm 1975
Cổ phần hóa: Năm 2001
Nhân viên: 823 người

Quản trị - Điều hành

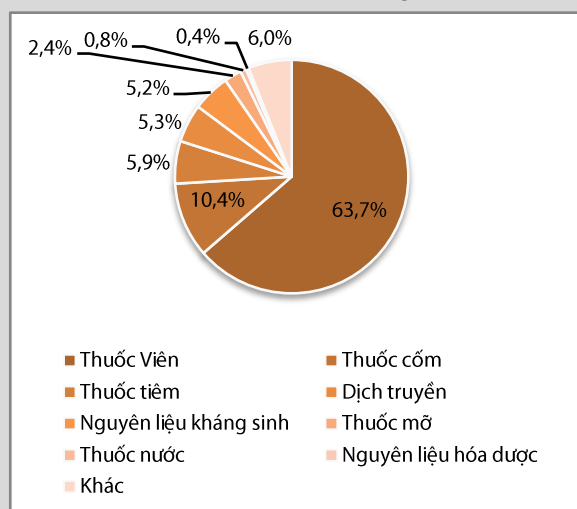
- Huỳnh Thị Lan, CT. HĐQT - TGD
- Đặng Thị Kim Lan, TV. HĐQT - PTGD
- Võ Thị Thanh Vân, TV. HĐQT
- Nguyễn Thùy Vân, TV. HĐQT
- Lê Anh Phương, TV. HĐQT
- Nguyễn Thị Quỳnh Anh, TV. HĐQT
- Phan Thị Lan Hương, TV. HĐQT

Cơ cấu doanh thu theo hoạt động:



Nguồn: BCTC MKP

Cơ cấu doanh thu theo nhóm sản phẩm:



Nguồn: Báo Cáo Bạch MKP

CÔNG TY

Mekophar (MKP), tiền thân là Xí nghiệp Dược phẩm Trung ương 24, được thành lập năm 1975 và cổ phần hóa năm 2001. MKP là một trong những công ty đầu tiên đạt được chứng nhận GMP-WHO; và đã đáp ứng các tiêu chuẩn khác của ngành như GSP và GLP.

Trong cơ cấu cổ đông, Tổng công ty Dược Việt Nam nắm giữ 29% và các tổ chức bên ngoài như Dragon Capital, Quỹ Y Tế Bản Việt và PXP có tỉ lệ nắm giữ lần lượt là 3%, 2% và 3%.

Hoạt động sản xuất kinh doanh

Hoạt động kinh doanh chính của MKP 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 tương đối ổn định trong các năm qua và nằm trong khoảng 87-88,5%. MKP được cấp phép sản xuất hơn 300 sản phẩm các loại. Sản phẩm chủ yếu là thuốc kháng sinh, hạ sốt - kháng viêm, các loại thuốc đặc trị và thuốc bổ với các hình thức: kháng sinh bột tiêm, dịch truyền, thuốc uống betalactam, thuốc uống non-betalactam, thuốc nước và thuốc mỡ. Thuốc viên và thuốc cổm thuộc nhóm Betalactam và non-betalactam chiếm trên 70% doanh thu và 90% lợi nhuận của Công ty.

Từ năm 2008, MKP bắt đầu phân phối sản phẩm của các công ty khác. Tỷ trọng doanh thu từ kinh doanh hàng hóa đã tăng mạnh từ 0,2% trong năm 2008 lên 23,8% trong 9 tháng đầu năm 2010.

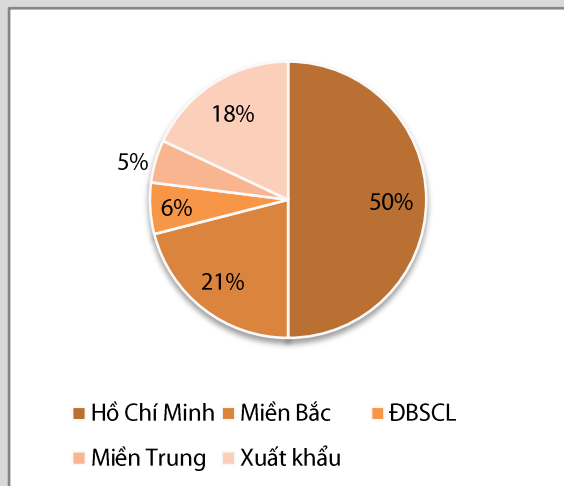
MKP là công ty duy nhất trong nước sản xuất nguyên liệu kháng sinh (Ampiciline và Amoxiciline) với qui mô đáng kể để sử dụng cho nội bộ và bán cho các công ty khác. Tỷ trọng doanh thu của sản phẩm này chiếm trên 10% trong năm 2007 và 2008 nhưng đến năm 2009, tỷ trọng này giảm xuống còn 5,2%. Nguyên nhân là do trước năm 2009, nguyên liệu kháng sinh nhập khẩu chịu thuế nhập khẩu (Ampiciline là 5% và amoxcilin là 10%) nên có giá tương đương hoặc cao hơn giá nguyên liệu do MKP sản xuất nên Công ty có thể bán được sản phẩm. Đầu năm 2009, mức thuế này bị dỡ bỏ nên doanh thu từ nguyên liệu bị giảm mạnh. Mặc dù đến khoảng tháng 10/2009, mức thuế suất nhập khẩu nguyên liệu kháng sinh được nâng lên 3% nhưng các công ty nước ngoài lại giảm giá bán nên đầu ra cho sản phẩm này còn rất khó khăn. Ngoài ra, MKP cũng sản xuất nguyên liệu hóa dược nhưng qui mô còn nhỏ và chỉ phục vụ cho nội bộ Công ty.

MKP đang nắm giữ vốn góp vào công ty TNHH Bệnh viện Đa khoa An Sinh (22%) và CTCP Dược Phẩm Mekong (22%). Bệnh viện An Sinh đã bắt đầu tạo ra lợi nhuận từ năm 2008 và dự kiến trong năm nay sẽ chia 2 tỷ cổ tức cho MKP. Trong khi đó, CTCP Dược phẩm Mekong mới đi vào hoạt động trong năm 2009 và chưa tạo ra lợi nhuận.

Hệ thống phân phối và Năng lực sản xuất

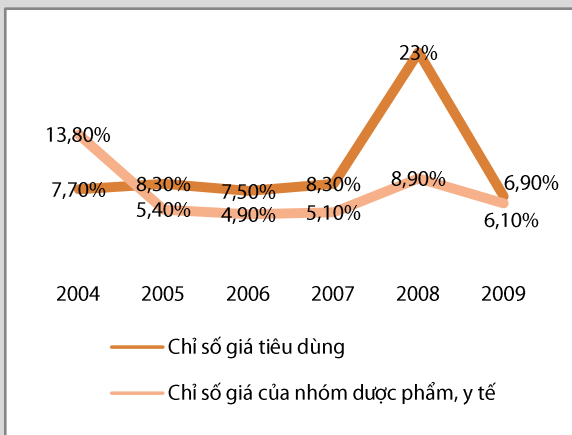
MKP bán sản phẩm đến tay người tiêu dùng thông qua hệ thống phân phối của các công ty chuyên về phân phối dược phẩm, công ty dược địa phương và bệnh viện. Công ty có 3 chi nhánh ở Hà Nội, Đà Nẵng và Cần Thơ để quản lý các nhà phân phối của Công ty ở các thị trường này. Bên cạnh đó, Công ty cũng đang có hơn 50 trình dược viên để đi chào hàng trực tiếp các sản phẩm của MKP. Thị trường chủ yếu của MKP là Tp. Hồ Chí Minh chiếm 50% doanh

Cơ cấu doanh thu theo thị trường:



Nguồn: Báo Cáo Bạch MKP

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



Nguồn: Tổng cục thống kê

thu. Bên cạnh đó, doanh thu qua hệ thống bệnh viện chiếm trên 20% trong tổng doanh thu của Công ty.

Năng lực sản xuất:

Nhóm sản phẩm	Công suất thiết kế	Công suất hiện tại
Thuốc viên Betalactam và Non-Betalactam	2 tỷ viên	85%
Thuốc nước	3 triệu chai	60%
Thuốc mỡ	5 triệu tuýt	60%
Dịch truyền	6 triệu chai	100%
Kháng sinh bột tiêm	10 triệu lọ	70%
Thuốc cốm	100 triệu gói	80%
Nguyên liệu kháng sinh	500 tấn	40%

Nguyên vật liệu:

Nguyên liệu: 80% nhu cầu nguyên liệu được nhập khẩu và chiếm khoảng 60% giá thành. Chi phí nguyên vật liệu chiếm tỷ trọng 75 – 80% trong giá vốn hàng bán. Vì vậy, để đảm bảo ổn định sản xuất, nguồn nguyên liệu thường được dự trữ đủ để sản xuất cho 2-3 tháng trong trường hợp có biến động về nguồn cung ứng giá cả.

Trong giai đoạn từ năm 2006 đến hết tháng 9/2010, mặc dù giá cả nguyên liệu biến động khá mạnh trong khi giá hàng bán do chịu sự quản lý của nhà nước nên biến động ít hơn, MKP vẫn cho thấy sự ổn định trong quản lý nguyên liệu đầu vào. Ngoại trừ trong năm 2007 tỷ suất lãi gộp đối với hàng sản xuất là 32,4%, tỷ suất này được duy trì ở mức 27-28% trong các năm còn lại.

Thị trường và vị thế Công ty

Các đối thủ cạnh tranh chính của MKP ngoài các tập đoàn lớn của nước ngoài như Sanofi – Aventis, GSK và Pfizer còn có các công ty trong nước như DHG, 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. Trong năm 2009, MKP giữ vị trí thứ 4 về giá trị hàng tự sản xuất trong ngành dược Việt Nam (sau DHG, IMP và DMC). Công ty hiện chiếm khoảng 4% thị phần thuốc sản xuất trong nước. Ngoài ra, thị trường xuất khẩu cũng đóng góp khoảng 18% trong cơ cấu doanh thu của MKP chủ yếu là xuất khẩu thuốc sốt rét và vitamin sang Châu Phi.

Tiềm năng tăng trưởng

MKP đang tiến hành dự án ngân hàng lưu trữ tế bào gốc được mua bản quyền từ Singapore. Dây màng cuốn rốn lúc sinh ra được lưu trữ lại để sau này dùng cấy ghép trị các bệnh về da như phỏng hoặc làm mỹ phẩm. Doanh thu chủ yếu đến từ phí lưu trữ. Dự án này bắt đầu tạo ra doanh thu và lợi nhuận từ nửa cuối năm 2009. Đến hết tháng 9/2010, doanh thu từ dịch vụ này đã đóng góp khoảng 3,9 tỷ vào lợi nhuận gộp của Công ty. Chúng tôi cho rằng đây là dự án có tiềm năng lớn trong tương lai.

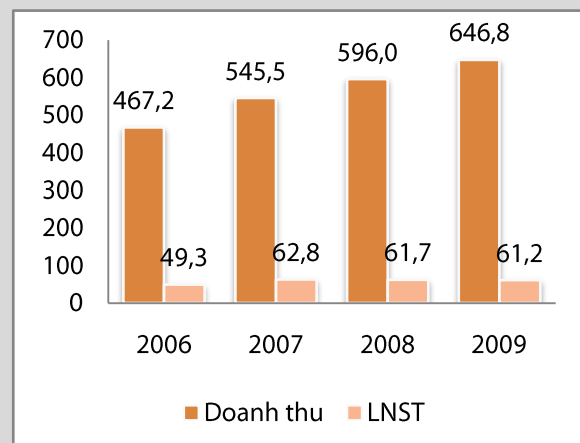
MKP đã mua 24 ha đất ở KCN Tân Uyên, Bình Dương với chi phí khoảng 21 tỷ để chuẩn bị di dời nhà máy nguyên liệu hóa dược ở Phú Lâm đến đây. Ngoài ra, MKP cũng có kế hoạch xây dựng nhà máy đạt chuẩn GMP – WHO tại đây.

Công ty đang chuẩn bị kế hoạch cho dự án sản xuất nguyên liệu kháng sinh nhóm Cephalosporin. Dự án này sẽ được sự hỗ trợ của Chính phủ không chỉ về vốn mà còn có các ưu đãi khác.

MKP đang có 766 m2 đất thuê đến năm 2046 ở 192 Pasteur. Ban đầu, MKP dự

Doanh thu thuần và Lợi nhuận qua các năm

Đvt: tỷ đồng



Nguồn: BCTC MKP

Khả năng sinh lời và hiệu quả hoạt động

Chỉ số	2007	2008	2009	Ngành
Lãi gộp/DT	30,9%	26,7%	25,0%	34,1%
Lãi hoạt động/DT	15,1%	13,2%	13,2%	15,0%
LNST/DT	11,5%	10,3%	9,5%	12,2%
ROE	19,9%	18,4%	16,6%	22,9%
ROA	16,3%	15,4%	13,7%	14,8%
DT/TTS	1,4	1,5	1,4	1,2
Vòng quay hàng tồn kho	2,3	2,4	3,2	3,7
Vòng quay khoản phải thu	5,6	7,4	6,7	4,1
Vòng quay khoản phải trả	7,5	8,3	7,3	3,9

Nguồn: BCTC MKP và VDSC tổng hợp

Khả năng thanh toán và Cấu trúc tài chính

Khả năng thanh toán	2008	2009	Q3/10	Ngành
Thanh toán hiện hành	5,6	4,9	4,2	2,1
Thanh toán nhanh	2,2	2,6	1,8	0,8
Thanh toán tiền mặt	0,4	1,1	0,5	0,5

Cấu trúc tài chính

Tổng nợ/VCSH	19,8%	21,1%	20,7%	55,3%
Tổng nợ/TTS	16,5%	17,4%	16,4%	35,6%
Vay ngắn hạn/VCSH	-	-	-	18,8%
Vay dài hạn/VCSH	-	-	-	3,5%
Vay ngắn hạn/TTS	-	-	-	12,1%
Vay dài hạn/TTS	-	-	-	2,2%

Nguồn: BCTC MKP và VDSC tổng hợp

định sẽ xây cao ốc tại đây tuy nhiên Vietravel liên hệ với Công ty để kết hợp khu đất này với khu đất mà Vietravel đang sở hữu kế bên nhằm xây dựng khách sạn phục vụ cho khách hàng của Vietravel.

MKP cũng đang có kế hoạch xây dựng trung tâm thương mại và chung cư căn hộ cho người có thu nhập trung bình tại khu đất 620 Kinh Dương Vương có diện tích 9.080 m2 (đất thuê đến 2020).

Vina Capital đang liên hệ với MKP để thành lập liên doanh xây dựng cao ốc căn hộ tại Số 5 Ngõ Thời Nhiệm – 197 Nam kỳ Khởi Nghĩa có diện tích 3.287 m2. MKP sẽ góp quyền sử dụng đất và sở hữu 25% trong liên doanh này còn Vina Capital (sở hữu 75%) sẽ đóng góp vốn để chuyển đổi mục đích sử dụng đất và chi phí xây dựng đầu tư cho dự án này.

Rủi ro kinh doanh

Giá nguyên liệu biến động mạnh sẽ ảnh hưởng đến tính ổn định trong sản xuất kinh doanh. Ngoài ra, VND có thể tiếp tục trượt giá so với USD, làm tăng thêm chi phí nguyên vật liệu nhập khẩu. Áp lực cạnh tranh từ các đối thủ nước ngoài và các công ty được trong nước cũng là trở ngại rất lớn đối với sự tăng trưởng của Công ty.

Tình hình tài chính

Doanh thu của MKP có sự tăng trưởng khá ổn định trong giai đoạn 2006-2009. Tuy nhiên, lợi nhuận của Công ty lại không có sự tăng trưởng từ năm 2007. Nguyên nhân là do trong năm 2007 MKP đã đạt được tỷ suất lãi gộp cao (30,9%) và không thể tiếp tục duy trì tỷ suất này ở các năm sau khi mức sinh lợi từ các sản phẩm chính (đặc biệt là nguyên liệu kháng sinh) và hoạt động buôn bán vật tư bắt đầu sụt giảm dần.

Năm 2009, tỷ suất lãi gộp của MKP thấp hơn khá nhiều so với bình quân ngành. Sự thua kém này chủ yếu là do Công ty bán sỉ các sản phẩm của mình nên giá bán thấp hơn các công ty khác nhưng bù lại MKP sẽ có chi phí bán hàng thấp hơn. Vì vậy, chỉ số lãi hoạt động/DT chỉ thấp hơn 1,8% so với bình quân ngành. Tuy nhiên, MKP phải gánh chịu khoản lỗ tỷ giá là 10,6 tỷ nên dẫn đến các chỉ số LNST/DT và ROE thua sút khá nhiều so với bình quân ngành.

Lũy kế 9 tháng năm 2010, MKP đã đạt 629,8 tỷ doanh thu (hoàn thành 87,5% kế hoạch) và 57,0 tỷ LNST (hoàn thành 95% kế hoạch). So với cùng kỳ năm trước, doanh thu tăng 41,5% và LNST tăng 18%. Tuy nhiên, có một điều cần lưu ý là sự tăng trưởng về mặt doanh thu có sự đóng góp rất lớn từ hoạt động kinh doanh hàng hóa. Doanh thu bán hàng hóa tăng lên 149,7 tỷ chiếm 23,8% doanh thu của MKP trong khi hoạt động này chỉ có tỷ suất lãi gộp là 1,2%. Vì vậy, chúng tôi không đánh giá cao sự tăng trưởng vượt bậc về mặt doanh thu này. Tuy nhiên, doanh thu từ thành phẩm do Công ty sản xuất cũng có sự tăng trưởng nhất định (tăng 11,3% so với cùng kỳ) giúp cho lãi gộp từ thành phẩm tăng 12,7% so với cùng kỳ.

Khả năng thanh toán và Cấu trúc tài chính

MKP không vay nợ nên khả năng thanh toán của Công ty là rất tốt và vượt trội so với bình quân ngành (ngoại trừ chỉ số khả năng thanh toán tiền mặt là tương đương ngành). Bên cạnh đó, các chỉ số nợ đều thấp hơn rất nhiều so với bình quân ngành. Điều này phần nào giải thích nguyên nhân ROE của MKP thấp hơn khá nhiều so với bình quân ngành trong khi ROA lại thua sút ít hơn.

Đến hết tháng 9/2010, hàng tồn kho của MKP tăng lên 219,7 tỷ (do Công ty tăng dự trữ nguyên liệu để phòng giá lên) làm cho vòng quay hàng tồn kho trở nên thấp (2,3) so với các công ty trong ngành. Chúng tôi cho rằng hành

động này sẽ không mang lại lợi ích cho MKP vì một khoản lớn vốn lưu động bị chiếm dụng trong khi giá nguyên liệu nhiều khả năng sẽ không tăng mạnh.

DỰ PHÓNG

Năm 2010, kế hoạch Công ty đặt ra đối với tổng doanh thu là 720 tỷ và lợi nhuận sau thuế là 60 tỷ. Chúng tôi cho rằng MKP có thể vượt mục tiêu doanh thu và lợi nhuận với những kết quả mà Công ty đã đạt được sau 6 tháng đầu năm nay. Trong phần dự phóng này, chúng tôi không đưa vào các dự án bất động sản và dự án xây dựng nhà máy mới vì thông tin của các dự án này còn chưa rõ ràng.

Kết quả kinh doanh. Do công suất máy móc hiện tại vẫn chưa sử dụng hết nên MKP vẫn có thể duy trì được tốc độ tăng trưởng doanh thu đối với hàng tự sản xuất. Đến hết quý 3 năm nay, doanh thu hàng tự sản xuất tăng 11,3% so với cùng kỳ. Trên quan điểm thận trọng, chúng tôi dự đoán doanh thu từ hàng sản xuất sẽ tăng 10% và đạt 629,6 tỷ cho cả năm 2010. Ngoài ra, Công ty đã đẩy mạnh kinh doanh hàng hóa nên chúng tôi dự đoán doanh thu từ bán thành phẩm sẽ chiếm khoảng 73% doanh thu của MKP trong năm nay. Như vậy, doanh thu năm 2010 sẽ đạt 862,2 tỷ, tăng 33,3% so với năm 2009 và vượt 19,8% so với kế hoạch. Trong thời gian tới, cơ cấu doanh thu của MKP bắt đầu ổn định nên doanh thu của Công ty được dự báo sẽ tăng 15%/năm trong các năm còn lại.

Tỷ suất lãi gộp sau 3 quý đầu năm là 21,3% và chúng tôi dự báo tỷ suất này sẽ được duy trì cho cả năm nay. Trong các năm sau, tỷ suất lãi gộp sẽ giảm dần do áp lực cạnh tranh và chi phí đầu vào biến động khó lường.

Do doanh thu năm 2010 tăng mạnh, chỉ số chi phí bán hàng/doanh thu năm nay sẽ giảm so với năm 2009 (4,3% so với 5,6%). Tương tự, chi phí quản lý/doanh thu cũng giảm xuống còn 5,9% so với 6,2% của năm 2009. Tuy nhiên, hai chỉ số này sẽ tăng dần trong các năm sau do áp lực cạnh tranh.

Bảng cân đối kế toán

MKP dự báo sẽ không vay nợ và tiếp tục duy trì cấu trúc vốn hiện tại trong khoảng thời gian dự báo. 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 MKP đầu tư vào dây chuyền sản xuất dịch truyền có giá trị 15-16 tỷ nên nguyên giá TSCĐ sẽ tăng 19,6 tỷ trong năm nay. Các năm còn lại, nguyên giá TSCĐ sẽ tăng trưởng xung quanh khoảng này để đảm bảo sự tăng trưởng về mặt doanh thu.

Trên cơ sở những dự phóng trên, doanh thu trong năm 2010 của MKP là 862,2 tỷ. Lợi nhuận sau thuế sẽ vào khoảng 70,3 tỷ, tương đương mức EPS (trên số lượng cổ phiếu hiện hành 9.069.849) vào khoảng 7.748 đồng/cp.

Định giá

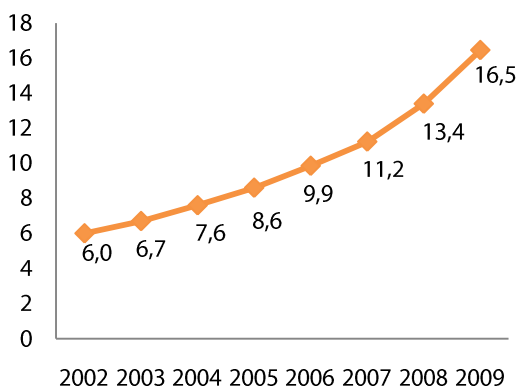
Chúng tôi sử dụng phương pháp FCFE và P/E để định giá MKP với P/E được tham chiếu từ trung bình ngành dược (8,3). Cân nhắc thêm các yếu tố vĩ mô trong và ngoài nước cùng với tình hình thực tế của Công ty, trên quan điểm thận trọng chúng tôi sử dụng tỷ lệ chiết khấu 7% đối với phương pháp P/E. Trong phương pháp FCFE, chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu đến hết năm 2014 được ước tính là 16%. Sau năm 2014, chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu và tốc độ tăng trưởng dài hạn của FCFE được dự báo là 14,2% và 6%.

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFE	58.767	50%	29.384
P/E	59.660	50%	29.830
Giá bình quân		100%	59.214

P/E và P/BV ngành

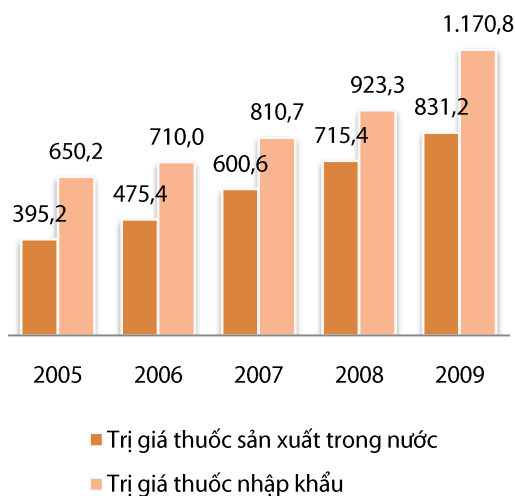
Mã	Vốn hóa TT (tỷ VND)	Trailing P/E
PMC	164,0	5,6
DHT	223,4	12,8
OPC	347,3	6,6
DCL	402,5	7,1
TRA	514,0	9,0
DMC	577,6	6,4
IMP	661,3	7,7
SPM	931,0	14,9
DVD	1.476,8	8,0
DHG	3.065,1	7,9
Bình Quân		8,3

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 chi 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 đặc trị. 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			
	28/10/10	(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)	%KH
DCL	402,5	575,52	68,85	5.733	29.639	7,1	1,4	298,8	39,8%	28,4	54,1%				
MKP	444,4	646,84	61,19	6.644	41.891	7,4	1,2	396,4	55,1%	37,2	49,6%				
TRA	514,0	747,04	51,05	4.662	25.520	9,0	1,6	395,4	43,9%	32,1	52,4%				
DMC	577,6	1.067,90	76,36	5.164	29.355	6,4	1,1	516,5	43,0%	56,2	57,4%				
IMP	661,3	660,08	65,71	6.316	47.034	7,7	1,2	315,6	41,4%	39,0	57,8%				
SPM	931,0	254,69	62,39	4.456	17.325	14,9	2,7	159,8	-	43,9	-				
DVD	1.476,8	917,19	108,75	10.018	28.245	8,0	2,8	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
Báo cáo kết quả kinh doanh (Đơn vị: tỷ đồng)				
Doanh thu	545,5	596,0	646,8	862,2
Lợi nhuận HĐKD	82,4	78,7	85,6	95,7
Lợi nhuận trước thuế	85,3	80,2	80,9	91,3
Lợi nhuận sau thuế	62,8	61,7	61,2	70,3
EBIT	85,4	80,5	80,9	91,3
EBITDA	93,0	92,5	94,6	106,3
Bảng cân đối kế toán (Đơn vị: tỷ đồng)				
Tiền mặt	45,2	13,1	30,1	11,7
Tài sản ngắn hạn	318,6	296,7	327,8	363,2
Tài sản cố định	48,6	89,2	102,8	109,1
Tổng tài sản	385,8	400,9	447,4	489,4
Tổng nợ vay	-	-	-	-
Tổng nợ	70,6	66,3	77,9	105,1
Vốn chủ sở hữu	290,5	307,6	342,7	382,2
Tốc độ tăng trưởng (%)				
Doanh thu	16,8%	9,3%	8,5%	33,3%
Lợi nhuận trước thuế	34,9%	-6,0%	0,9%	12,8%
Lợi nhuận sau thuế	27,3%	-1,8%	-0,8%	14,8%
Tổng tài sản	19,4%	3,9%	11,6%	9,4%
Vốn chủ sở hữu	19,0%	6,4%	10,2%	4,1%
Khả năng sinh lợi (%)				
Lợi nhuận gộp / Doanh thu	30,9%	26,7%	25,0%	21,3%
Lợi nhuận trước thuế / Doanh thu	15,6%	13,5%	12,5%	10,6%
Lợi nhuận sau thuế / Doanh thu	11,5%	10,3%	9,5%	8,2%
ROA	16,3%	15,4%	13,7%	14,4%
ROE	19,9%	18,4%	16,6%	18,3%
Hiệu quả hoạt động (lần)				
Vòng quay Tổng tài sản	1,4	1,5	1,4	1,8
Vòng quay Vốn chủ sở hữu	1,7	1,8	1,8	2,2
Vòng quay các khoản phải thu	5,6	7,4	6,7	7,1
Vòng quay hàng tồn kho	2,3	2,4	3,2	3,1
Vòng quay các khoản phải trả	7,5	8,3	7,3	7,4
Khả năng thanh toán (lần)				
Khả năng thanh toán hiện hành	6,3	5,6	4,9	4,0
Khả năng thanh toán nhanh	3,1	2,2	2,6	1,6
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,1	0,4	1,1	0,1
Cấu trúc vốn (%)				
Tổng nợ/ Vốn chủ sở hữu	22,4%	19,8%	21,1%	27,4%
Nợ vay / Tổng tài sản	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tổng nợ / Tổng tài sản	18,3%	16,5%	17,4%	21,5%

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

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.**