

Báo cáo công ty

Công ty Cổ phần Dược Hậu Giang

ACBS định giá cổ phiếu DHG ở mức 122.000 đồng, gần xấp xỉ so với giá thị trường vào ngày 04/04/2011. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị nắm giữ cổ phiếu DHG với chiến lược đầu tư dài hạn.

Chuyên viên phân tích: Trần Vũ Hiền

Trung tâm Nghiên cứu và Phân tích ACBS

04/05/2011

DOANH THU TĂNG TRƯỞNG ỔN ĐỊNH

Dược Hậu Giang là công ty được đầu ngành dược với doanh thu những năm vừa qua luôn vượt trội so với các doanh nghiệp trong nước. Trong giai đoạn 2011-2012, tốc độ tăng trưởng doanh thu được dự đoán sẽ chậm lại do sản lượng đã đạt tối đa công suất.

Từ năm 2013, công ty sẽ đưa vào vận hành 1 nhà máy mới với công suất gấp đôi hiện tại. Khi đó, doanh thu của công ty được dự đoán sẽ tăng mạnh trở lại, đạt khoảng 3.600 tỷ vào năm 2013.

LỢI NHUẬN CAO

Trong năm 2010, lợi nhuận trước thuế của DHG tăng 8% và vượt 40% kế hoạch đề ra, đạt 430 tỷ đồng. Kết quả này đạt được do việc tăng cường kiểm soát chi phí và lợi nhuận tài chính tăng mạnh.

Năm 2011, DHG đặt mục tiêu lợi nhuận trước thuế 400 tỷ đồng. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mục tiêu này hơi thận trọng và ước tính lợi nhuận trước thuế DHG có thể đạt đến 450 tỷ.

Triển vọng lợi nhuận dài hạn của DHG cũng rất khả quan với những chiến lược đầu tư đúng hướng như củng cố hệ thống phân phối và tái cơ cấu danh mục sản phẩm để đáp ứng nhu cầu của từng nhóm khách. Đây được coi là những nhân tố quyết định đến tốc độ tăng trưởng lợi nhuận của doanh nghiệp trong giai đoạn 2011-2016.

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Tình hình tài chính của DHG được đánh giá khá ổn định, minh bạch với chỉ số nợ thấp và lề sinh lợi gộp cao. Chúng tôi định giá cổ phiếu DHG dựa vào 2 phương pháp P/E và DDM, cho kết quả trung bình là 122.000 đồng 1 cổ phiếu.

Kết quả phân tích cơ bản cho thấy giá thị trường của DHG chỉ biến động trong biên độ hẹp và rất gần với giá mục tiêu 122.000 đồng. Phân tích kỹ thuật cũng có nhận định rằng cổ phiếu này có xu hướng đi ngang trong tương lai gần, cho nên chúng tôi chỉ khuyến nghị nắm giữ DHG với các nhà đầu tư lâu dài.

NỘI DUNG

THỐNG KÊ CƠ BẢN.....	3
TỔNG QUAN NGÀNH DƯỢC	3
HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CHÍNH.....	6
QUẢN TRỊ DOANH NGHIỆP.....	8
PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH	9
ĐỊNH GIÁ	10
KHUYẾN NGHỊ	11

Kết quả định giá: 121,837 đồng/cp
Giá thị trường: 121,000 đồng/cp

Trần Vũ Hiền, Chuyên viên phân tích
+84 8 5 4043 054 (715) |

Lê Nguyệt Ánh, Phó phòng Phân tích
+84 8 5 4043 054 (606) | anhln@acbs.com.vn

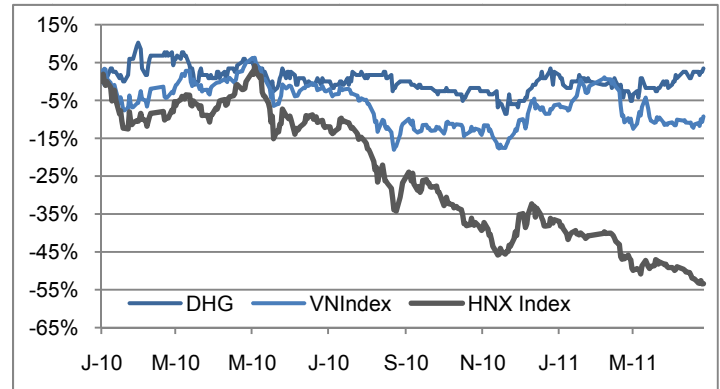
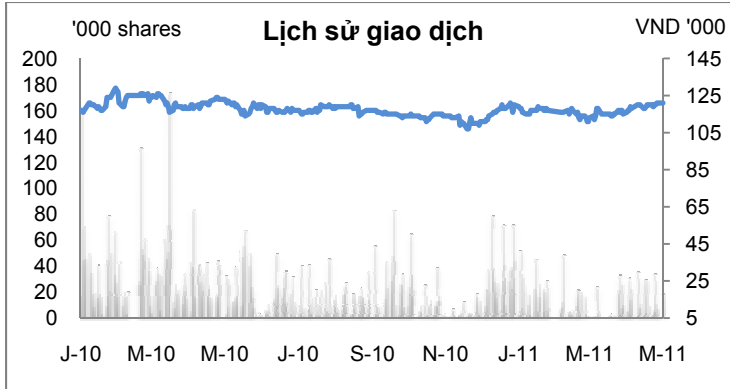
TT Nghiên cứu và phân tích ACBS
+84 8 5 404 3 054 | research@acbs.com.vn

Trung tâm Bizlink
+84 8 39 107 107 | contact.center@acbs.com.vn

Website: research.acbs.com.vn

Bloomberg: ACBS <GO>

THỐNG KÊ CƠ BẢN



Thông tin giao dịch	
Giá hiện tại	121.000 đ/cp
Vốn hóa thị trường	3.255 tỷ đồng
Cao nhất 52 tuần	123.000 đ/cp
Thấp nhất 52 tuần	104.000 đ/cp
KLTB (6 tháng)	14.010 cp
Lợi suất 1 tháng	3.42%
Lợi suất 3 tháng	3.42%
Lợi suất 6 tháng	5.22%
Lợi suất 12 tháng	-0.33%
Cơ cấu cổ đông	
Số CP lưu hành	26,9 triệu cp
SH Nhà nước (%)	44,28%
SH nước ngoài (%)	46,92%

	Hiện tại	2010	2009	2008
PE cao nhất	8.48	8.42	27.78	18.64
PE thấp nhất	8.48	6.10	6.69	7.47
PE gần nhất	8.48	8.42	6.69	18.47
P/B cao nhất	2.55	3.40	5.14	7.26
P/B thấp nhất	2.55	2.44	2.73	2.91
P/B gần nhất	2.55	2.52	2.98	3.42
Lợi tức cao nhất	1.25	2.40	3.68	3.18
Lợi tức thấp nhất	1.24	0.87	0.97	0.56
Lợi tức gần nhất	1.24	2.08	0.99	2.94

STT	Sự kiện	Ngày GDKHQ	Ngày thực hiện	Tỷ lệ	Loại cổ tức
1	Tạm ứng CT đợt 3,2009	21/05/2010	10/06/2010	5%	Tiền
2	Tạm ứng CT đợt 1,2010	04/10/2010	27/10/2010	10%	Tiền

KQKD (tỷ đồng)	2009	2010	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
Doanh thu thuần	1,746	2,036	2,238	2,461	3,646	4,134	4,687	5,314
Giá vốn hàng bán	(822)	(1,007)	(1,107)	(1,242)	(1,947)	(2,166)	(2,457)	(2,786)
Lợi nhuận gộp	924	1,029	1,131	1,219	1,699	1,968	2,231	2,529
Doanh thu tài chính	31	41	30	70	64	64	63	69
Chi phí tài chính	(24)	(3)	(2)	-	-	-	-	-
CP Bán hàng	(410)	(490)	(532)	(585)	(866)	(982)	(1,114)	(1,263)
CP QLDN	(114)	(140)	(161)	(186)	(214)	(246)	(282)	(325)
LNHĐ	408	436	465	518	684	804	897	1,010
Lợi nhuận khác	2	(0)	(4)	(4)	(6)	(7)	(8)	(9)
Lợi nhuận từ cty liên kết	(0)	(4)	1	1	1	3	4	4
EBT	410	432	462	515	678	801	893	1,005
EAT	362	381	404	412	543	641	670	754

BCĐKT (tỷ đồng)	2009	2010	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
Tiền	584.1	642.5	642.5	626.0	688.2	850.9	973.6	1,100.2
Đầu tư ngắn hạn	16.0	-	-	-	-	-	-	-
Phải thu ngắn hạn	297.0	428.0	425.4	468.4	696.8	789.0	894.5	1,014.2
Hàng tồn kho	306.7	349.9	398.0	437.5	648.3	735.0	833.4	944.9
Khác	8.6	5.9	6.2	6.8	7.1	7.5	7.9	8.3
Tài sản CĐHH	118.8	163.9	152.7	140.4	524.6	455.2	382.4	306.0
Tài sản CĐVH	112.9	127.9	144.4	163.8	186.7	213.5	244.8	281.3
CPXDCBDD	5.3	6.2	194.5	406.8	6.8	7.5	8.3	9.1
Bất động sản đầu tư	-	6.5	5.7	4.9	4.1	3.3	2.6	1.8
Đầu tư TC dài hạn	31.3	40.2	40.9	41.6	42.2	45.7	49.6	53.8
TSDH khác	41.2	27.5	25.9	24.4	22.9	21.4	19.9	18.5
TỔNG TÀI SẢN	1,522.0	1,798.4	2,036.2	2,320.6	2,827.7	3,129.0	3,416.8	3,737.9
Nợ ngắn hạn	442.1	430.0	449.5	519.9	789.1	887.4	1,006.2	1,141.0
Nợ dài hạn	52.9	52.1	50.5	51.0	57.2	59.3	61.8	64.7
VCSH	266.6	269.1	271.6	273.6	273.6	273.6	273.6	273.6
Thặng dư vốn	378.8	378.8	378.8	378.8	378.8	378.8	378.8	378.8
Cổ phiếu quỹ	(0.4)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
LNGL	331.0	362.2	597.5	797.2	1,020.5	1,214.6	1,377.4	1,554.0
Các quỹ	53	288	289	289	296	301	302	306
Lợi ích CĐTS	7.8	8.7	9.9	11.4	13.2	15.1	17.4	20.0
TỔNG NGUỒN	1,531.3	1,788.0	2,046.1	2,320.6	2,827.7	3,129.0	3,416.8	3,737.9

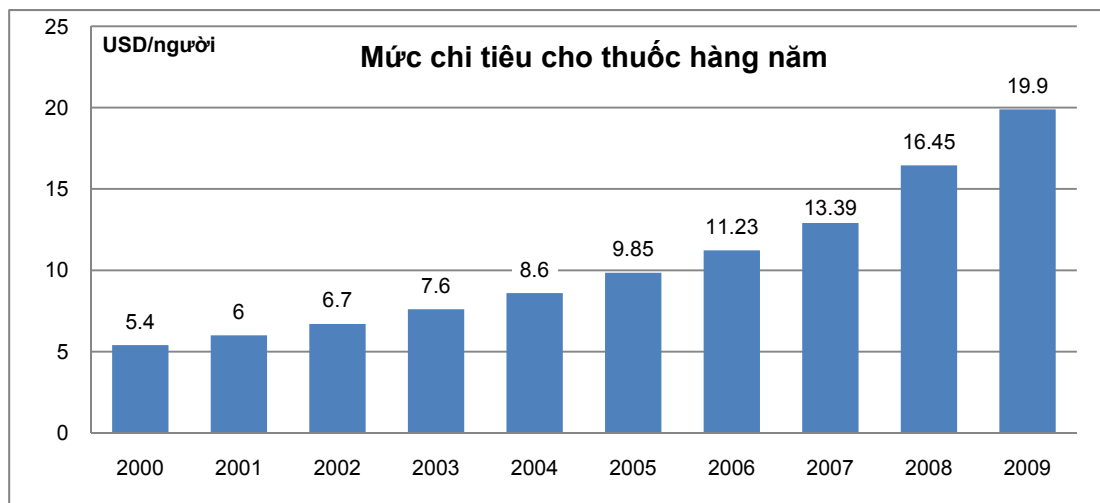
TỔNG QUAN NGÀNH DƯỢC

THỊ TRƯỜNG TĂNG TRƯỞNG NHANH

Ngành dược tăng trưởng nhanh và bền vững ở mức 20% mỗi năm.

Theo số liệu của cục quản lý dược Việt Nam, chi tiêu trung bình của người Việt Nam cho mặt hàng thuốc tăng trung bình khoảng 19,9% mỗi năm từ 2000-2009. Trong năm 2009, chi tiêu thuốc bình quân đầu người đạt 19,9 USD, chưa bằng phân nửa so với các nước trong khu vực. So sánh với những khoản chi tiêu khác, chi tiêu cho lĩnh vực y tế vẫn còn thấp, chỉ chiếm khoảng 1,6% GDP. Do đó, thị trường phát triển còn rất rộng và cơ hội dành cho các doanh nghiệp ngành Dược trong nước là rất lớn.

Sự thay đổi cơ cấu dân số Việt Nam là 1 trong những yếu tố quan trọng cho sự phát triển của ngành dược trong nước: (1) Độ tuổi trung bình ngày càng tăng cao, (2) Tổng dân số sẽ tăng nhanh từ 86 triệu người lên 100 triệu người vào năm 2019. Theo ước đoán của Cục quản lý Dược, những nhân tố trên sẽ góp phần thúc đẩy mức chi tiêu thuốc bình quân đầu người tăng lên 60,3 USD vào năm 2019. Cục cũng dự đoán, tổng giá trị của ngành Dược Việt Nam sẽ tăng từ 1,4 tỷ USD trong năm 2008 lên 6,1 tỷ USD vào năm 2019. Tốc độ tăng trưởng của ngành Dược ước đạt 20%/năm trong giai đoạn 2009 – 2019 (đã bao gồm tốc độ tăng giá).



Nguồn: Cục quản lý dược Việt Nam (2010)

TĂNG CƯỜNG QUẢN LÝ NHÀ NƯỚC.

Chính sách quản lý Dược của các cơ quan chức năng bao gồm 2 mảng chính:

(1) Buộc các doanh nghiệp ngành Dược phải tuân theo các quy chuẩn chất lượng khuyến cáo bởi tổ chức Y tế thế giới (WHO) mới có thể tiếp tục hoạt động: bao gồm GMP, GLP, GPP và GDP;

(2) Kiểm soát chặt chẽ giá thuốc vì đây là mặt hàng quan trọng, liên quan đến sức khỏe cộng đồng và nằm trong nhóm hàng thuộc diện bình ổn lạm phát.

Quy định đầu tiên nhằm loại bỏ những hãng dược nhỏ, yếu, bắt buộc các công ty phải đầu tư vào chất lượng, qua đó tăng năng lực cạnh tranh của các doanh nghiệp trong nước. Đối với DHG, công ty đã áp dụng tất cả các tiêu chuẩn trên ngay từ những ngày đầu. Nhà máy đang xây dựng của công ty cũng đáp ứng đầy đủ các tiêu chuẩn GMP-WHO. Một phần nhà máy sẽ được xây dựng với tiêu chuẩn GMP-EURO, tiêu chuẩn thực hành sản xuất thuốc tốt cao nhất thế giới hiện nay. Tất cả những quyết định trên của ban lãnh đạo công ty giúp DHG luôn tuân thủ các quy định của nhà nước và bảo đảm sự ổn định trong sản xuất kinh doanh.

Về mặt kiểm soát giá, chính phủ chỉ kiểm soát những mặt hàng thuốc điều trị thiết yếu nhưng không có ràng buộc với thuốc bổ, vitamin và thực phẩm chức năng. Với dòng sản phẩm đa

Ngành dược được nhà nước giám sát chặt chẽ về quy trình chất lượng và giá cả.

dạng thuộc nhiều chủng loại, giá bán trung bình của DHG trong những năm gần đây vẫn có và tăng gấp đôi trung bình của ngành vào khoảng 15% mỗi năm.

THỊ PHẦN GIẢM DẦN

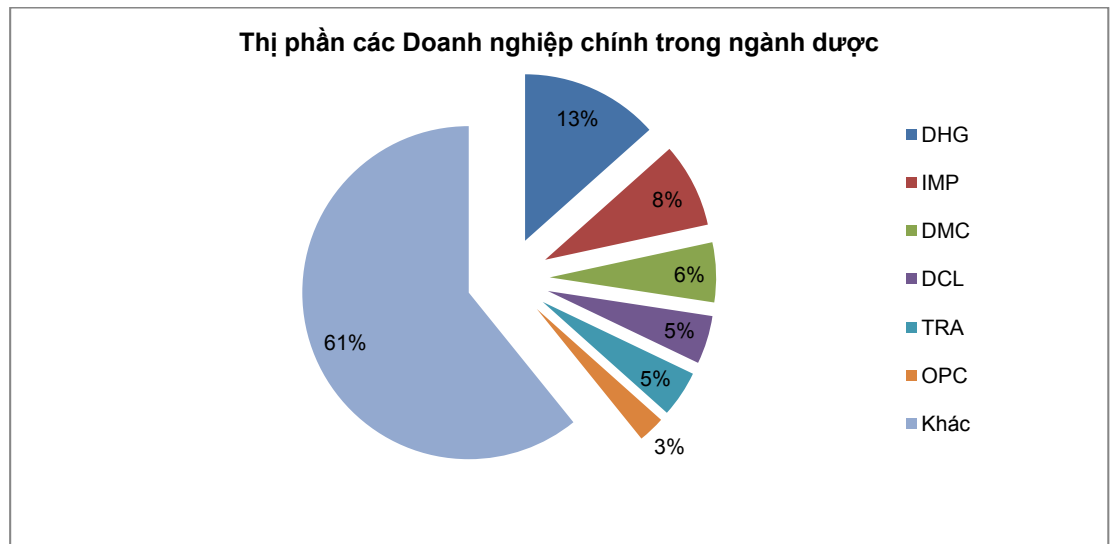
Mức độ cạnh tranh của ngành Dược Việt Nam rất cao. Tại thời điểm cuối năm 2009, có khoảng 180 doanh nghiệp sản xuất thuốc, 84 doanh nghiệp sản xuất dược liệu và 98 công ty nhập khẩu thuốc. Trên cả nước, có hơn 900 công ty phân phối thuốc và 57.000 hiệu thuốc.

Trong các công ty dược trong nước, các đối thủ cạnh tranh chính của DHG là Imexpharm, Dược Cửu Long và Domesco.

Cạnh tranh trong ngành dược đang rất gay gắt

Các tập đoàn đa quốc gia đang tấn công mạnh mẽ vào thị trường thuốc trong nước.

Mức độ phụ thuộc vào nguyên liệu nhập khẩu còn khá cao.



Nguồn: Cục quản lý dược Việt Nam (2010)

Theo lộ trình cam kết của chính phủ khi gia nhập WTO, các công ty dược nước ngoài đã được phép mở chi nhánh ở Việt Nam từ 2009. Sự cạnh tranh gay gắt từ những Tập đoàn Dược đa quốc gia lớn đã làm giảm tốc độ tăng trưởng lợi nhuận của các doanh nghiệp trong nước từ 26,34% trong năm 2007 xuống còn 19,11% năm 2008 và chỉ còn 5,9% trong năm 2009. Tốc độ tăng trưởng của các doanh nghiệp trong nước hiện thấp hơn nhiều so với mức tăng chung của toàn ngành.

Tâm lý thích dùng thuốc ngoại nhập của người tiêu dùng Việt Nam là một trong những nguyên nhân giúp cho các công ty Dược nước ngoài có thể tăng mức lợi nhuận bán hàng. Các công ty Dược đa quốc gia còn có những lợi thế vượt trội ở nguồn lực tài chính dồi dào, mức huê hồng cao cho các nhà phân phối.

GIÁ CẢ ĐẦU VÀO TĂNG CAO

Ngành dược Việt Nam vẫn còn trong giai đoạn phát triển cho nên hầu hết dược liệu đều phải nhập khẩu từ nước ngoài. 80% dược liệu dùng trong nước hiện đang phải nhập khẩu đồng thời chiếm tới 50% giá thành của sản phẩm. Do đó, biến động tỷ giá luôn có ảnh hưởng trực tiếp tới các doanh nghiệp trong ngành.

Khi Ngân hàng Nhà nước điều chỉnh tăng tỷ giá USD/VND lên 9,3% hồi đầu năm nay, giá cả nguyên vật liệu đầu vào đã tăng rất mạnh. Bên cạnh đó, gần đây giá cả các nguyên liệu chủ chốt để sản xuất kinh doanh như điện, xăng đều tăng nhanh. Các yếu tố trên cùng với các biện pháp thắt chặt tín dụng hàng kiểm chế lạm phát của chính phủ sẽ gây không ít khó khăn cho các doanh nghiệp sản xuất thuốc nói chung cũng như DHG nói riêng.

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CHÍNH

Công ty cổ phần Dược Hậu Giang được thành lập vào năm 1974 và tiến hành cổ phần hóa vào năm 2004. DHG chính thức niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Tp. HCM vào năm 2006 với số vốn điều lệ ban đầu là 80 tỷ đồng. Hiện nay, công ty có trên 2.290 nhân viên, 9 công ty con, 43 chi nhánh và 54 hiệu thuốc trực thuộc. Công ty cũng đã tăng vốn điều lệ lên 266 tỷ đồng và đang có 26,6 triệu cổ phiếu lưu hành trên thị trường.

Hiện nay, DHG là doanh nghiệp dược lớn thứ 3 tại thị trường Việt Nam chỉ sau 2 tập đoàn nước ngoài là Sanofi-Avantis và GSK. Nếu chỉ tính các doanh nghiệp trong nước, DHG vẫn chiếm thị phần nhiều nhất (14%) và cũng là công ty có sản lượng lớn nhất với hơn 3 tỷ sản phẩm mỗi năm. Hiện nay, tốc độ tăng trưởng hàng năm của DHG vào khoảng 15%, thấp hơn trung bình toàn ngành nhưng vẫn cao hơn so với các doanh nghiệp trong nước khác. Một trong số các nguyên nhân là do hiện công ty đã sản xuất hết công suất trong khi nhà máy mới vẫn đang trong quá trình xây dựng. Tốc độ tăng trưởng của DHG được dự đoán sẽ tăng ngang bằng tốc độ của toàn ngành khi nhà máy mới được đưa vào sử dụng.

EPS của công ty cũng thuộc hàng cao nhất trên thị trường và cổ phiếu DHG được bầu là 1 trong 10 cổ phiếu tiêu biểu trong năm 2009.

DÒNG SẢN PHẨM

Những dòng sản phẩm chính của DHG gồm có tân dược, đông dược và thực phẩm chức năng. Công ty hiện phân phối trên 270 loại thuốc ra thị trường, chủ yếu chia ra thành 12 nhóm chính. Trong đó có 4 nhóm thuốc chủ lực đóng góp phần lớn doanh thu cho công ty bao gồm: kháng sinh (41.82%), giảm đau, hạ sốt (15.97%), tai mũi họng (15.47%) và vitamins (10.12%). Các sản phẩm mang thương hiệu DHG chiếm trên 94% doanh thu của công ty trong khi phần còn lại đến từ phân phối thuốc nhập khẩu.

Chiến lược kinh doanh của công ty trong những năm tới vẫn sẽ là tập trung vào các dòng sản phẩm generic (chiến lược 20/80) là các loại thuốc thông dụng. Mục tiêu của công ty sẽ là sản xuất những sản phẩm giá thấp, đại chúng để phục vụ đại đa số khách hàng (80%), trong khi chỉ nhắm đến đáp ứng khoảng 20% nhu cầu đặc trị của họ. Chiến lược này sẽ giúp DHG tiếp tục phát huy những thế mạnh sẵn có, đồng thời tạo nguồn thu nhập ổn định để nghiên cứu, phát triển và khắc phục dần những yếu kém về công nghệ hiện nay.

CHIẾN LƯỢC PHÂN PHỐI

DHG luôn có những chiến lược cụ thể và hợp lý để củng cố hệ thống phân phối rộng khắp của công ty. Hiện tại, DHG đang tập trung phân phối ở các vùng sâu vùng xa nơi thu nhập bình quân đầu người vẫn thấp và nhu cầu thuốc rẻ là rất lớn. Công ty nhận định các tập đoàn nước ngoài với mạng lưới phân phối mỏng hiện vẫn đang tập trung ở các thành phố lớn trong khi 80% dân số Việt Nam vẫn đang sống ở các vùng nông thôn. Với vị thế là 1 doanh nghiệp mạnh nhất trong ngành Dược, DHG đã xây dựng được 1 hệ thống phân phối rộng khắp nước, vươn đến 64/64 tỉnh thành. Sản phẩm của DHG hiện có mặt ở 98% các bệnh viện trong toàn quốc. Hệ thống bán hàng của công ty cũng được xây dựng rất bài bản với 43 chi nhánh, 54 nhà thuốc và đội ngũ bán hàng hơn 1000 người.

DHG gần đây cũng bắt đầu tập trung tìm kiếm những thị trường mới để xuất khẩu. Công ty hiện đang phân phối sản phẩm mang thương hiệu DHG sang các nước: Mông Cổ, Moldova, Ukraine, Nga, Romania, Lào, Cambodia và Hàn Quốc. Tuy nhiên, doanh số xuất khẩu hiện vẫn còn khá thấp, chỉ chiếm khoảng 1% doanh số của công ty.

Xác định hệ thống phân phối chính là điểm mạnh nhất của công ty, mỗi năm DHG dành từ 30-50 tỷ đồng, gần gấp đôi những đối thủ cạnh tranh khác, để phát triển hệ thống thêm sâu và rộng. Hiện nay pháp luật Việt Nam vẫn chưa cho phép các hãng Dược nước ngoài phân phối thuốc trực tiếp ở Việt Nam do đó việc DHG tranh thủ đầu tư vào lúc này được coi là một bước đi đúng đắn của doanh nghiệp.

DHG là công ty dược Việt Nam có quy mô lớn nhất về sản lượng và lợi nhuận.

DHG có trên 270 sản phẩm, chủ yếu thuộc dòng generic và thuốc bổ.

Hệ thống phân phối rộng khắp toàn quốc của DHG là 1 trong những thế mạnh lớn nhất của doanh nghiệp.

THƯƠNG HIỆU

Thương hiệu DHG được biết đến rộng rãi và đánh giá cao.

DHG đã tạo dựng được 1 thương hiệu mạnh và uy tín cho chính mình sau nhiều năm trên thương trường. Theo IMS, DHG hiện đang đứng đầu trong lĩnh vực sản xuất thuốc generic với thương hiệu vượt trội hơn so với các doanh nghiệp trong nước. Công ty cũng thường xuyên nhận được những giải thưởng cho các sản phẩm của mình, trong đó có danh hiệu “Hàng Việt Nam chất lượng cao” suốt 12 năm liên tục. Tuy nhiên thương hiệu DHG vẫn còn yếu so với các tập đoàn nước ngoài và được bù đắp bởi sự tiện lợi của hệ thống phân phối sâu rộng khắp các vùng miền.

NGHIÊN CỨU VÀ PHÁT TRIỂN

Ban lãnh đạo công ty nhận thấy khi đời sống người dân được cải thiện cùng với việc khách hàng có yêu cầu ngày càng cao ở các sản phẩm thuốc sẽ ảnh hưởng đến doanh số của công ty nếu chỉ tập trung sản xuất các loại thuốc đơn giản và rẻ tiền.

DHG gần đây đã mạnh dạn đầu tư 1 khoản tiền lớn cho hoạt động nghiên cứu và phát triển. Trong năm 2009, DHG đã dành 10% lợi nhuận (38 tỷ đồng) để thành lập một trung tâm nghiên cứu khoa học riêng, hoạt động độc lập với phòng nghiên cứu của công ty. Nhằm tránh cạnh tranh trực tiếp 1 cách vô ích với các tập đoàn đa quốc gia hùng mạnh, DHG đã khôn khéo hướng các hoạt động nghiên cứu của mình vào việc tìm ra các nguồn dược liệu có thể thay thế nguồn nhập khẩu đắt đỏ.

Hiện nay, công ty đang tập trung nghiên cứu và phát triển trong những lĩnh vực như xương khớp (Davita Bone), tiểu đường (Glumeform) và thuốc bổ (Spivital). Những nhóm hàng này rất có tiềm năng một khi đời sống người dân được nâng cao hơn và đồng thời cũng có lẽ sinh lợi cao hơn các nhóm khác. Cạnh tranh trong những nhóm sản phẩm này cũng thấp hơn do các doanh nghiệp trong nước khác chưa tham gia vào trong khi sản phẩm tương tự của ngoại lại đắt đỏ hơn.

KẾT QUẢ KINH DOANH 2010

Sau khi đạt được kết quả ngoài mong đợi cuối năm 2009 với hơn 406 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế, ban lãnh đạo công ty đã cẩn trọng đặt mục tiêu 310 tỷ đồng cho năm tài khóa 2010 vì hơn 30% lợi nhuận của 2009 là doanh thu bất thường từ hoạt động tài chính. Tuy nhiên, công ty lại một lần nữa làm ngạc nhiên các cổ đông khi lợi nhuận trước thuế năm 2010 đạt trên 436 tỷ đồng, vượt gần 40% kế hoạch đề ra và hơn 7% so với kết quả năm trước.

Năm nay, ban lãnh đạo công ty tiếp tục thận trọng khi đặt kế hoạch lợi nhuận trước thuế 400 tỷ đồng. Nguyên nhân chủ yếu vì hoạt động sản xuất kinh doanh năm nay được dự báo sẽ rất khó khăn do các yếu tố vĩ mô.

TRIỂN VỌNG DÀI HẠN

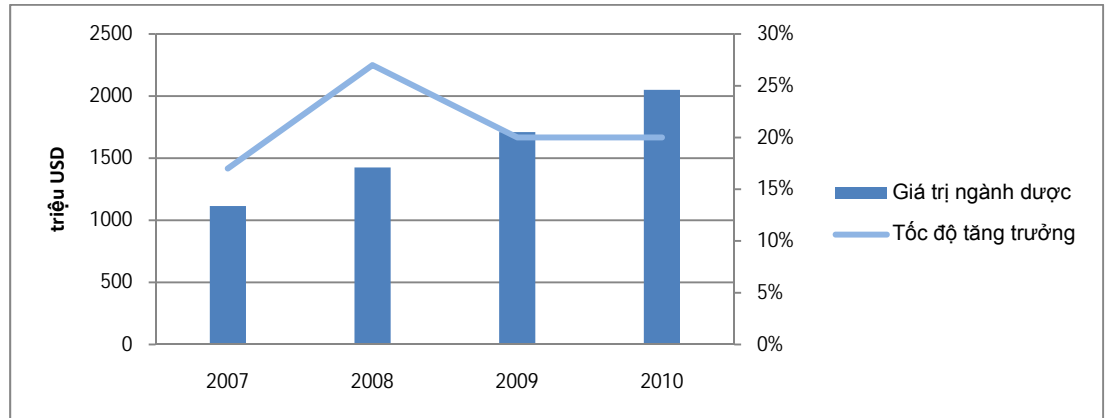
Trong năm 2011, DHG không đặt mục tiêu phát triển nhanh mà chú trọng vào việc phát triển bền vững. Công ty đang lên kế hoạch tái cơ cấu danh mục sản phẩm nhằm nhắm đến những nhóm khách hàng riêng biệt. Hệ thống phân phối cũng được đầu tư theo chiều sâu, củng cố hệ thống nhân lực, quy trình quản lý chứ không chú trọng phát triển chi nhánh. Công ty đặt mục tiêu lợi nhuận trước thuế đạt 400 tỷ đồng tuy nhiên chúng tôi đánh giá nếu công ty thực hiện tốt các mục tiêu nêu trên thì lợi nhuận sẽ có thể đạt trên 450 tỷ đồng.

Trong giai đoạn 2011-2012, doanh số của công ty sẽ tăng chậm do công suất của DHG đã đạt mức tối đa, trong khi giá thuốc lại tăng chậm do bị hạn chế bởi cơ quan quản lý nhà nước, vào khoảng 10%/năm. DHG đã khởi công xây dựng 1 nhà máy Non-Betalactam tại tỉnh Hậu Giang với công suất trên 4 tỷ sản phẩm/ năm. Nhà máy được xây với những tiêu chuẩn cao nhất hiện hành và có khả năng sản xuất những loại thuốc cao cấp. Khi nhà máy mới được hoàn thành vào đầu năm 2013, doanh số của DHG trong giai đoạn 2013-2016 được dự đoán sẽ tăng mạnh trở lại.

Chiến lược nghiên cứu được định hướng rõ ràng và là 1 trong những yếu tố sống còn để thành công của DHG.

Tập trung nghiên cứu nguồn dược liệu thay thế nhập khẩu.

Kết quả kinh doanh 2010 vượt kế hoạch 40%.



Nguồn: Cục quản lý dược Việt Nam (2010)

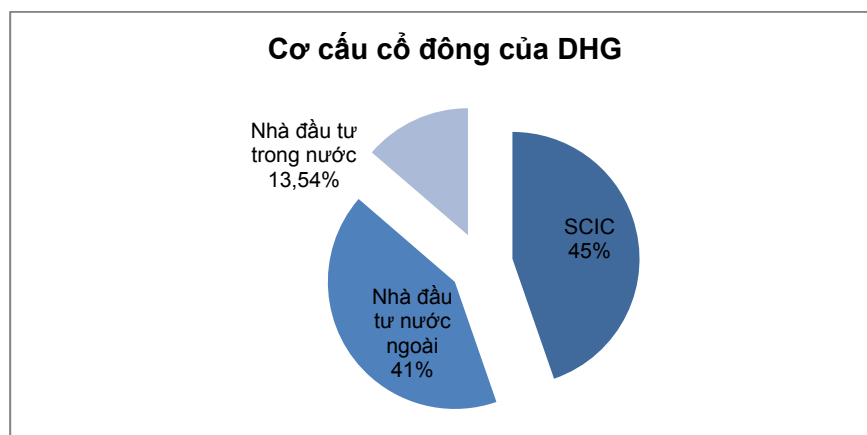
QUẢN TRỊ DOANH NGHIỆP

HĐQT, BAN ĐIỀU HÀNH, BAN KIỂM SOÁT

Đội ngũ quản lý của DHG có chuyên môn cao và lâu năm kinh nghiệm trong ngành.

Hội đồng quản trị của Dược Hậu Giang gồm 7 thành viên được đánh giá cao nhờ năng lực và kinh nghiệm trong ngành. Ban tổng giám đốc gồm 3 người và đều là thành viên của HĐQT. Chủ tịch HĐQT kiêm Tổng giám đốc là bà Phạm Thị Việt Nga, người đã có thâm niên công tác tại công ty trên 25 năm. Những thành viên còn lại đều có rất nhiều kinh nghiệm trong ngành Dược hoặc các lĩnh vực chuyên môn khác như kế toán, tài chính. Bà Nga được coi là người đã có công đưa DHG lên vị thế của 1 doanh nghiệp hàng đầu Việt Nam như ngày hôm nay. Ban kiểm soát của DHG gồm có 3 thành viên và hiện không có đủ thông tin để đánh giá hiệu quả hoạt động của họ.

Tổng công ty kinh doanh vốn nhà nước (SCIC) nắm gần 45% cổ phần của DHG. Những cổ đông lớn nằm từ 1-5% cổ phần chiếm khoảng 27%, hầu hết đều là những quỹ đầu tư nước ngoài. Cổ đông nắm dưới 1% cổ phần chiếm khoảng 28,75% trong đó 18,57% là nhà đầu tư nước ngoài. Tổng cộng, các nhà đầu tư nước ngoài chiếm trên 42,21% cổ phần của DHG trong khi các nhà đầu tư cá nhân đang nắm giữ khoảng 10,81% cổ phiếu của công ty.



Nguồn: Báo cáo thường niên 2010 của DHG

BẢO VỆ LỢI ÍCH CỔ ĐÔNG THIỂU SỐ

Ban lãnh đạo của DHG không có ai là cổ đông lớn hay cổ đông sáng lập và đây là 1 trong những yếu tố đóng góp vào sự minh bạch trong hoạt động quản lý. Thành viên HĐQT có mặt 100% trong ban điều hành của DHG, điều này có thể ảnh hưởng đến cam kết của HĐQT trong việc bảo vệ quyền lợi cổ đông thiểu số. Tuy nhiên trong thời gian qua DHG chưa có dấu hiệu về việc ảnh hưởng nêu trên.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

CÁC KHOẢN MỤC BẤT THƯỜNG

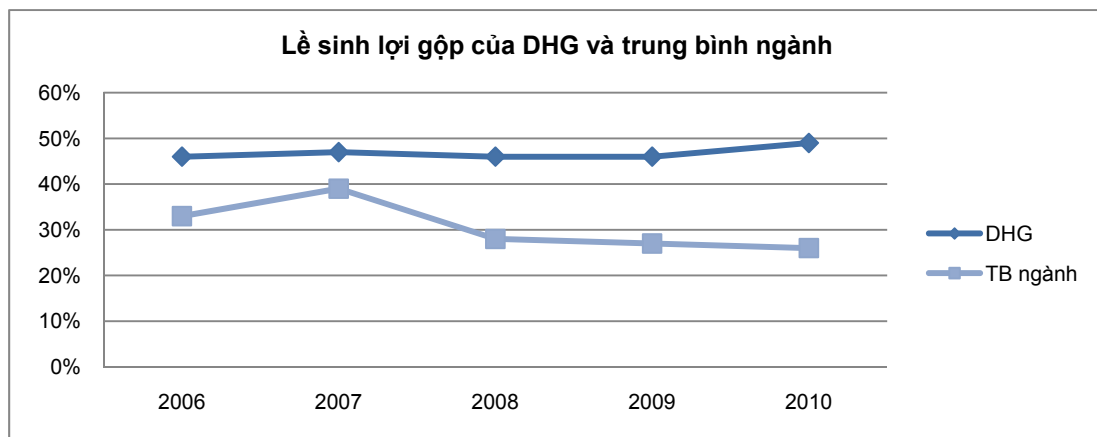
Mục Tiền mặt trong bản cân đối kế toán của DHG đã tăng đột biến trong 2 năm gần đây do doanh nghiệp tích trữ tiền mặt để phục vụ việc xây dựng nhà máy mới. Khoản tiền mặt này được dự đoán sẽ trở lại mức bình thường sau khi nhà máy xây xong.

Một khoản chi bất thường 38 tỷ đồng được trích từ lợi nhuận sau thuế năm 2009 của doanh nghiệp để thiết lập quỹ phát triển khoa học kỹ thuật.

KHẢ NĂNG SINH LỢI

Lợi nhuận tăng mạnh và bền vững.

DHG đã có 1 năm kinh doanh rất thành công khi lợi nhuận trước thuế 2010 vượt 40% kế hoạch đề ra. Lẽ sinh lợi gộp của công ty khoảng 51% và giữ vững qua các năm. Chỉ số này không những cao nhất trong tổng số 17 công ty Được trên sàn chứng khoán mà còn gấp đôi chỉ số trung bình ngành. Thành tích này đạt được nhờ khả năng kiểm soát chi phí hiệu quả và tận dụng lợi thế của hệ thống phân phối sâu rộng.



Nguồn: Bloomberg (2010)

Lẽ sinh lợi cao do hiệu quả trong việc cắt giảm chi phí.

Lẽ sinh lợi gộp từ hoạt động sản xuất kinh doanh cũng tăng mạnh. Chỉ số này đã tăng mạnh từ trung bình 10% trước đó lên 23% trong năm 2009 và 21% trong năm 2010. ROS cũng tăng mạnh lên 21% và 19% trong 2 năm 2009 và 2010. Chỉ số này được coi là rất cao khi trung bình của ngành chỉ khoảng 5%. Thành tích này đạt được nhờ những cắt giảm hiệu quả trong chi phí bán hàng và chi phí tài chính.

Chỉ số sinh lời	2006	2007	2008	2009	2010
Lẽ sinh lợi gộp	54%	53%	53%	53%	51%
Lẽ sinh lợi từ kinh doanh	10%	10%	10%	23%	21%
ROS	10%	9%	9%	21%	19%
ROA	18%	12%	12%	24%	21%
ROE	51%	18%	19%	35%	29%

Nguồn: DHG, ACBS tổng hợp

CHỈ SỐ NỢ VÀ KHẢ NĂNG THANH TOÁN

Các chỉ số nợ đều ở mức an toàn

Chỉ số nợ của DHG được giảm dần qua từng năm, từ 0.65 năm 2006 xuống còn 0.28 trong năm vừa qua. Chỉ số nợ trên vốn chủ sở hữu cũng giảm mạnh từ 1.8 năm 2006 xuống 0.4 năm 2010. Chỉ số nợ dài hạn trên tài sản hiện nay của doanh nghiệp cũng đang ở mức rất thấp 0.3. Tất cả những chỉ số trên cho thấy DHG đang ở 1 vị thế rất an toàn về mặt tài chính. Công ty không vay mượn nhiều và cũng không cho thấy bất cứ vấn đề gì trong việc đáp ứng các nghĩa vụ trả nợ.

Chỉ số nợ	2006	2007	2008	2009	2010
Tổng chỉ số nợ	0,65	0,32	0,35	0,33	0,28
Chỉ số nợ trên vốn	1,83	0,47	0,55	0,49	0,40
Chỉ số nợ dài hạn trên tài sản	0,04	0,00	0,01	0,03	0,03
Chỉ số vay mượn	2,83	1,47	1,55	1,49	1,40

Nguồn: DHG, ACBS tổng hợp

ĐỊNH GIÁ

CÁC GIẢ ĐỊNH

Nhà máy mới của DHG sẽ được đưa vào vận hành đầu năm 2013 và công ty dự đoán năng suất năm đầu của nhà máy sẽ đạt 2 tỷ sản phẩm. Năng suất này sẽ được tăng dần qua các năm và đạt tối đa 4 tỷ sản phẩm vào năm 2017. Khi nhà máy mới bắt đầu vận hành, công suất của các nhà máy cũ sẽ được giảm bớt từ 3 tỷ sản phẩm xuống còn 2 tỷ sản phẩm/ năm nhằm tối ưu hóa việc sử dụng các nguồn tài nguyên, nâng cao hiệu suất.

	2010	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
Sản lượng NM cũ	2.976	2.976	2.976	2.000	2.000	2.000	2.000
Sản lượng NM mới				2.000	2.500	3.000	3.500
Tổng sản lượng	2.976	2.976	2.976	4.000	4.500	5.000	5.500

Nguồn: DHG, ACBS dự báo

Giá thuốc tăng trung bình 11% mỗi năm và đây là mức tăng ổn định trong 4 năm vừa qua. Sau năm 2014, mức này được điều chỉnh xuống còn 8% dựa trên dự báo về việc nền kinh tế sẽ ổn định hơn và lạm phát được kiểm chế hiệu quả.

Những chi phí và doanh thu khác được dự phóng dựa trên tỷ lệ của các khoản này so với doanh thu thuần. Chi phí giá vốn được tính bằng 50% doanh thu vì tỷ lệ này được giữ rất ổn định trong suốt 5 năm qua. Chỉ số này sẽ được điều chỉnh cao hơn trong năm đầu tiên nhà máy mới đi vào hoạt động.

Khi nhà máy mới đi vào hoạt động và doanh số tăng lên, các khoản mục như hàng tồn kho, chi phí phải trả cho nhà cung cấp...v.v đều tăng theo tỷ lệ tương ứng. Chi phí xây dựng dở dang tăng mạnh trong năm 2011 do phải tập trung vốn cho nhà máy mới. Khoản mục này sẽ trở lại mức bình thường khi nhà máy xây xong khi chỉ phải chi trả cho các khoản xây dựng chi nhánh mới.

Công ty không có kế hoạch tăng vốn ngoài việc phát hành thêm 4,5 triệu cổ phiếu ESOP vào năm 2011 như đã định. Suất chiết khấu của DHG khi dự phóng là 16.4% và tốc độ tăng trưởng cuối kỳ sau khi tính toán là 14%. P/E của DHG là 8.5 trong khi P/E trung bình ngành là 12.5 (Bloomberg, 2011)

Tỷ lệ chia cổ tức được dự đoán sẽ như sau:

Năm	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
Cổ tức /cổ phiếu	3.500	5.000	8.000	12.000	14.000	16.000

KẾT QUẢ DỰ PHÓNG

Chúng tôi định giá cổ phiếu DHG dựa vào cả 2 phương pháp DDM và P/E sau đó lấy trung bình giá của 2 phương pháp này theo tỷ lệ 5-5 để đưa ra con số dự đoán chính xác nhất.

Phương pháp	Giá	Tỷ lệ
DDM (VND)	113,429	50%
P/E (VND)	130,244	50%
Định giá (VND)	121,837	

KHUYẾN NGHỊ

RỦI RO

DHG là 1 cổ phiếu blue chip với ít rủi ro.

Cổ phiếu DHG có tính thanh khoản không cao và đây cũng là 1 trong những đặc trưng của cổ phiếu ngành dược. Bên cạnh đó, với bản chất là 1 cổ phiếu phòng thủ, giá của DHG biến động rất ít. Chỉ số beta nhỏ hơn 1 do đó cổ phiếu DHG đã ít chịu ảnh hưởng bởi đà suy giảm thị trường. Khả năng kết quả kinh doanh của doanh nghiệp suy giảm ngoài dự đoán cũng không cao do DHG phát triển rất bền vững trong những năm qua và triển vọng của ngành dược cũng rất tươi sáng.

Về mặt điều hành, tuy vẫn còn nhiều nghi ngại về khả năng bảo vệ lợi ích của cổ đông thiểu số nhưng do DHG vẫn được coi là 1 doanh nghiệp quốc doanh nên nguy cơ này đã được giảm thiểu.

CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ

Theo phân tích cơ bản, DHG được đánh giá là doanh nghiệp đầu ngành của ngành Dược trong nước với tốc độ tăng trưởng doanh thu cao, cấu trúc tài chính lành mạnh với tỷ lệ nợ thấp và khả năng thanh toán cao. Mức độ biến động giá của cổ phiếu này cũng ở mức khá thấp. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị Nắm giữ cổ phiếu này với chiến lược đầu tư phòng thủ. Tuy nhiên, tỉ lệ chi trả cổ tức/thị giá khá thấp nên không phù hợp với chiến lược đầu tư hướng cổ tức.

Theo phân tích kỹ thuật, DHG đang có xu hướng đi ngang và chưa có dấu hiệu khả quan cho mục tiêu đầu tư ngắn hạn.

CHỨNG THỰC CỦA CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Các chuyên viên phân tích được nêu tên ở trang đầu tiên, là những người chịu trách nhiệm chính cho việc lập báo cáo này, chứng thực rằng các ý kiến cũng như các quan điểm hay dự báo được nêu trong báo cáo này phản ánh đúng ý kiến, quan điểm hay dự báo của cá nhân mình về vấn đề được trình bày. Không có bất kỳ một khoản thu nhập nào của các chuyên viên phân tích có nguồn gốc phát sinh, trực tiếp hay gián tiếp, từ các đề nghị, quan điểm hay dự báo cụ thể của mình trong báo cáo.

PHÂN PHỐI BÁO CÁO

Báo cáo này chỉ dành cho các khách hàng của ACBS tại Việt Nam. Trong trường hợp khách hàng nhận hay sử dụng báo cáo này ngoài lãnh thổ Việt Nam, trách nhiệm của khách hàng là đảm bảo rằng việc nhận hay sử dụng báo cáo này được pháp luật nước sở tại cho phép. Nếu khách hàng không thể đảm bảo hoặc pháp luật nước sở tại không cho phép thì khách hàng nên hoàn trả báo cáo lại nguyên vẹn cho ACBS hoặc tiêu hủy bản báo cáo đồng thời thông báo cho ACBS về việc mình không thể tiếp tục nhận các báo cáo tương tự.

CÔNG BỐ LỢI ÍCH VẬT CHẤT

Vào ngày phát hành bản báo cáo, ACBS và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ lợi ích vật chất nào như sở hữu cổ phiếu, khoản cho vay, khoản nợ có liên quan đến DHG.

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH CỦA ACBS

Báo cáo này chỉ được phát hành với mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng của ACBS có tham gia hoạt động kinh doanh chứng khoán, nó không nhằm mục đích quảng cáo hay mời gọi khách hàng mua hoặc bán bất kỳ một loại chứng khoán cụ thể nào. Mặc dù thông tin trong báo cáo được ACBS thu thập từ các nguồn đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không đưa ra bất kỳ một đảm bảo hoặc cam kết nào về độ chính xác và đầy đủ của các thông tin đã cung cấp trong bản báo cáo. NỘI DUNG BẢN BÁO CÁO NÀY CÓ THỂ BỊ THAY ĐỔI MÀ ACBS KHÔNG CẦN PHẢI THÔNG BÁO CHO KHÁCH HÀNG.

Khách hàng không nên xem bản báo cáo này như là một bản phân tích toàn diện và đầy đủ đối với bất kỳ chứng khoán nào được nêu trong bản báo cáo. Khách hàng hoàn toàn chịu trách nhiệm đối với bất kỳ khoản lỗ, tổn thất hoặc thiệt hại nào phát sinh từ việc khách hàng thực hiện đầu tư dựa trên các ý kiến, quan điểm, đề nghị hoặc thông tin trong báo cáo này. ACBS được miễn trừ mọi trách nhiệm đối với các khoản lỗ, tổn thất hoặc thiệt hại phát sinh trực tiếp hoặc gián tiếp cho khách hàng bắt nguồn từ việc sử dụng bản báo cáo này của khách hàng, bất kể các khoản lỗ, tổn thất hoặc thiệt hại này phát sinh từ các sai sót, khiếm khuyết, lỗi hoặc sự không chính xác của nội dung bản báo cáo.

Trong bản báo cáo có chứa đựng hoặc sử dụng các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích của chuyên viên phân tích, đây là các giả định, quan điểm và phương pháp của cá nhân không phải của ACBS nên ACBS không chịu trách nhiệm về tính đúng đắn và hợp lý của chúng. Trong tương lai, ACBS có thể phát hành các bản báo cáo có những đề nghị, quan điểm hoặc dự báo trái ngược hoàn toàn với nội dung của bản báo cáo này.

Mặc dù ở thời điểm hiện tại, ACBS và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ lợi ích vật chất nào có liên quan đến công ty được phân tích như đã công bố bên trên. Tuy nhiên, trong tương lai ACBS và chuyên viên phân tích có quyền mua, bán các cổ phiếu của công ty cũng như thực hiện các hoạt động làm phát sinh mối quan hệ lợi ích vật chất với công ty được phân tích.

@ ACBS giữ mọi quyền sở hữu đối với bản báo cáo này. Không một ai được phép sao chép hoặc gửi toàn bộ hoặc một phần nội dung bản báo cáo cho một bên thứ ba mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản từ ACBS.