

30/10/2012



Vũ Thị Trà Lý
Chuyên viên
Ly.vu@vcsc.com.vn
+84 8 3 914 3588 ext. 147

Cập nhật

Giá mục tiêu **71.000**
Tỷ lệ tăng **6%**

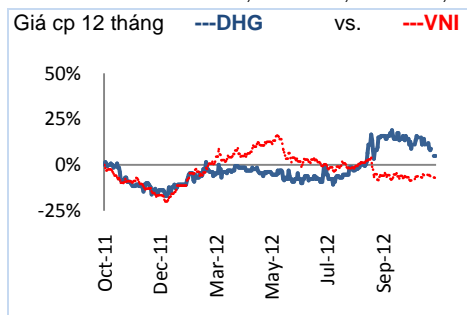
Hàng tiêu dùng [Dược phẩm]

Key indicators

Giá ngày ra báo cáo	67.000	VND/sh
Mức thấp nhất 52 tuần	53.100	VND/sh
Mức cao nhất 52 tuần	76.000	VND/sh
KLGD trung bình 20 ngày	7.221	VND/bn
Vốn hóa thị trường (VND)	18.085	VND/bn
Vốn hóa thị trường (USD)	867	USD mn
Số cổ phiếu lưu hành	270	million
TL sở hữu NN % [tối đa thực]	49,0	35,6
EPSg [prev 3-yr fwd 3-yr]	2,5	20,9
PEGr [prev 3-yr fwd 3-yr]	3,6	0,4

Valuation	2011	2012	2013F
EPS (cơ bản)	9.024	7.466	9.045
Tăng trưởng EPS (điều chỉnh)	-1	17	21
Cổ tức/cổ phiếu	1.500	2.000	3.000
Lợi suất cổ tức %	5,6	6,5	7,8
P/E (thị giá)	7,4	9,0	7,4
P/B (thị giá)	3,2	2,5	2,1
EV / EBITDA	6,6	7,0	5,7
ROE %	31,3	31,3	30,6
ROA %	22,0	22,5	23,2
ROIC %	30,9	30,8	30,3
Ng/CSH %	1,5	1,2	1,0

Diễn biến giá	3M	6M	12M
DHG	-8,2	9,0	4,8
So với VNI	-7,5	26,4	12,2



Cơ cấu cổ đông	%
SCIC (Nhà nước)	43.5
NET nước ngoài	49.0
Ban lãnh đạo	0.8
Khác	6.7

See important disclosure at the end of this document

www.vcsc.com.vn | VCSC<GO>

Lợi nhuận 9 tháng đầu năm phù hợp với dự báo của chúng tôi

Chúng tôi giữ nguyên giá mục tiêu là 71.000 đồng với khuyến nghị NĂM GIỮ. Doanh thu 9 tháng đầu năm đạt 2.025 tỷ đồng và lợi nhuận ròng đạt 358 tỷ đồng. Tăng trưởng doanh thu đến từ việc tăng giá bán 9% và tăng sản lượng 7%. Trong khi biên lợi nhuận gộp 9 tháng đầu năm của sản phẩm nội địa (chiếm 93% doanh thu) vẫn như cũ, biên lợi nhuận gộp chung tăng lên 48,9% từ 47,6% cùng kỳ năm ngoái do thay đổi phương pháp kế toán tính chi phí hàng khuyến mãi. Biên lợi nhuận hoạt động giữ ổn định tại 19,3%. Biên lợi nhuận ròng ổn định tại 17,7%. Chúng tôi giữ nguyên dự báo năm 2012: doanh thu đạt 2.848 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 487 tỷ đồng. Cổ phiếu DHG hiện đang giao dịch tại mức 9 lần EPS năm 2012 khoảng 7.466 đồng. Dự báo doanh thu và lợi nhuận ròng cả năm 2013 của chúng tôi lần lượt là 3.789 tỷ đồng và 591 tỷ đồng (tăng 33% và 21% so với dự báo cả năm 2012), tương ứng với mức EPS 9.045 tỷ đồng.

Chi phí bán hàng ảnh hưởng đến lợi nhuận Quý 3. Chỉ riêng doanh thu Quý 3 đạt 713 tỷ đồng (tăng 26% so với cùng kỳ năm ngoái), tuy nhiên lợi nhuận ròng chỉ tăng 2% đạt 98 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp tăng từ 46% trong cùng kỳ năm ngoái lên 51%. Biên lợi nhuận hoạt động giảm từ 20% xuống còn 15% trong quý do chi phí bán hàng tăng 96%. Công ty đã tổ chức nhiều hội nghị marketing và chương trình giới thiệu sản phẩm cho khách hàng trong quý này hơn trong 6 tháng đầu năm. Chúng tôi dự báo chi phí này tiếp tục tăng trong Quý 4.

Thay đổi phương pháp kế toán cho hàng khuyến mãi do thay đổi kiểm toán. Trước đây, hầu hết chi phí hàng khuyến mãi được tính vào giá vốn hàng bán. Hiện nay, một phần chi phí này được phân bổ thích hợp theo từng loại hàng khuyến mãi vào chi phí bán hàng dẫn đến giá vốn hàng bán giảm đi.

Công bố chia cổ tức bằng tiền mặt đợt 1 năm 2012. Ngày giao dịch không hưởng quyền cho lần trả cổ tức 1.000 đồng vào ngày 05/11/2012 và ngày thanh toán là ngày 29/11/2012. Dự kiến DHG sẽ trả cổ tức 2.000 đồng bằng tiền mặt năm nay (lợi suất cổ tức 3%).

Việc xây dựng nhà máy non-betalactam đang theo đúng tiến độ và sẽ đi vào hoạt động vào cuối tháng 03/2013. Cho đến nay DHG đã chi 28,5 tỷ đồng, khoảng 7% kế hoạch giải ngân cho nhà máy trong năm nay. Công ty dự kiến sẽ giải ngân nhiều hơn trong Quý 4 và hoàn thành nhà máy vào cuối tháng 03/2013. Nhà máy mới là một công ty con của DHG, đặt tại Khu công nghiệp Tân Phú Thanh tại Cần Thơ, sẽ được hưởng quyền miễn thuế doanh nghiệp trong 4 năm đầu (thuế 0%), giảm 50% thuế trong 9 năm sau đó (thuế 5%) và chịu thuế 10% trong 2 năm tiếp theo. Sau 15 năm mức thuế suất sẽ là 25%. Một nhà máy khác sản xuất các sản phẩm công thức betalactam dự kiến sẽ được khởi công cùng thời điểm và hoàn thành vào tháng 12/2013.

Từ Quý 4 đến nay DHG đã nộp đơn đăng ký 21 sản phẩm mới nâng tổng số sản phẩm mới đăng ký cả năm 2012 lên 47 sản phẩm. Công ty đặt mục tiêu ra mắt 40 sản phẩm mới mỗi năm.

Dự báo lợi nhuận cả năm 2013. Chúng tôi dự báo tăng trưởng doanh thu năm 2013 đạt 33% nhờ sản lượng tăng 16% một khi nhà máy non-betalactam đi vào hoạt động. Chúng tôi dự báo các sản phẩm của nhà máy mới sẽ có biên lợi nhuận gộp tương tự (49%) với các sản phẩm hiện nay. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận ròng có khả năng sẽ giảm xuống khoảng 16% so với biên lợi nhuận ròng hiện tại là 17,7% do chúng tôi dự báo chi phí bán hàng sẽ tăng nhằm cạnh tranh tăng thị phần để tiêu thụ nguồn cung sản phẩm tăng lên.

CTCP Dược Hậu Giang (DHG)

NĂM GIỮ

Báo cáo tài chính

Đơn vị: tỷ đồng

KQLN	2011	2012	2013	2014	CĐKT	2011	2012	2013	2014
Doanh thu thuần	2.491	2.848	3.789	4.700	Tài sản				
- Giá vốn hàng bán	-1.282	-1.464	-1.936	-2.400	+ Tiền và tương đương	467	389	424	830
Lợi nhuận gộp	1.209	1.385	1.853	2.301	+ Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0	0
- Chi phí bán hàng	-559	-627	-909	-1.128	+ Các khoản phải thu	341	406	519	644
- Chi phí quản lý DN	-185	-199	-265	-329	+ Hàng tồn kho	515	492	637	776
Lợi nhuận thuần HĐKD	465	559	678	844	+ Tài sản ngắn hạn khác	168	210	252	302
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	0	0	0	0	Tổng tài sản ngắn hạn	1.491	1.497	1.831	2.552
- Lợi nhuận khác	29	0	0	0	+ Tài sản dài hạn	653	1.103	1.253	1.288
Lợi nhuận khác	493	559	678	844	+ Khấu hao lũy kế	-194	-267	-365	-471
- Chi phí lãi vay	-2	-2	-3	-3	+ Tài sản dài hạn	459	836	888	817
Lợi nhuận trước thuế	491	557	676	841	+ Đầu tư tài chính dài hạn	17	17	17	17
- Thuế TNDN	-71	-65	-79	-98	+ Tài sản dài hạn khác	28	28	28	28
LNST	420	492	596	743	Tổng tài sản dài hạn	505	882	934	863
- Lợi ích cổ đông thiểu số	-4	-4	-5	-6	Tổng Tài sản	1.996	2.379	2.765	3.414
LNST của cổ đông CT Mẹ	416	487	591	736					
EPS (đ)	6.375	7.455	9.045	11.262	Nợ & Vốn chủ sở hữu				
EBITDA	547	632	776	949	+ Phải trả ngắn hạn	124	120	159	178
Khấu hao	-54	-73	-98	-106	+ Vay và nợ ngắn hạn	21	21	21	21
Tăng trưởng doanh thu	22,4	14,3	33,0	24,1	+ Phải trả ngắn hạn khác	399	427	379	470
Tăng trưởng LN HĐKD	16,2	20,2	21,3	24,4	Nợ ngắn hạn	544	568	559	669
Tăng trưởng EBIT %	13,0	13,3	21,3	24,4	+ Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0
Tăng trưởng EPS %	-1,0	16,9	21,3	24,5	+ Phải trả dài hạn	58	58	58	58
Chỉ số khả năng sinh lợi	2011	2012	2013	2014	Nợ dài hạn	58	58	58	58
Tỷ suất lợi nhuận gộp	48,5	48,6	48,9	48,9	Tổng nợ	602	626	617	727
Tỷ suất LNST	16,9	17,3	15,7	15,8	+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
ROE DuPont	31,3	31,3	30,6	30,7	+ Thặng dư	0	0	0	0
ROA DuPont	22,0	22,5	23,2	24,0	+ Vốn điều lệ	652	654	654	654
Tỷ suất EBIT	19,8	19,6	17,9	17,9	+ LN chưa phân phối	730	1.086	1.482	2.022
LNST / LNST	85,5	88,3	88,3	88,3	+ Lợi ích cổ đông thiểu số	12	12	12	12
LNST / EBIT	99,6	99,6	99,6	99,7	Vốn chủ sở hữu	1.393	1.752	2.147	2.687
Vòng quay tổng tài sản	1,3	1,3	1,5	1,5	Tổng cộng nguồn vốn	1.996	2.378	2.765	3.414
Đòn bẩy tài chính	1,4	1,4	1,3	1,3	Giá trị sổ sách/cổ phiếu	21.197	26.617	32.663	40.925
ROIC	30,9	30,8	30,3	30,5					
Chỉ số hiệu quả vận hành					Lưu chuyển tiền tệ	2011	2012	2013	2014
Số ngày phải thu	122,7	125,6	106,4	107,4	Tiền đầu năm	643	467	389	424
Số ngày tồn kho	47,4	47,8	44,5	45,2	Lợi nhuận sau thuế	416	487	591	736
Số ngày phải trả	29,9	30,4	26,3	25,6	+ Khấu hao lũy kế	54	73	98	106
Thời gian luân chuyển tiền	140,3	143,1	124,6	127,0	+ Điều chỉnh	-58	0	0	0
COGS / Hàng tồn kho	3,0	2,9	3,4	3,4	+ Thay đổi vốn lưu động	-103	-60	-309	-205
Chỉ số TK/đòn bẩy TC					Tiền từ hoạt động KD	307	501	381	637
CS thanh toán hiện hành	2,74	2,63	3,27	3,82	+ Thanh lý tài sản cố định	5	0	0	0
CS thanh toán nhanh	1,79	1,77	2,14	2,66	+ Chi mua sắm TSCĐ	-256	-450	-150	-35
CS thanh toán tiền mặt	0,86	0,68	0,76	1,24	+ Tăng (giảm) đầu tư	5	0	0	0
Nợ / Tài sản	0,01	0,01	0,01	0,01	+ Các hoạt động đầu tư khác	14	0	0	0
Nợ / Vốn sử dụng	0,01	0,01	0,01	0,01	Tiền từ hoạt động đầu tư	-232	-450	-150	-35
Nợ / Vốn CSH	0,02	0,01	0,01	0,01	+ Cổ tức đã trả	-261	-131	-196	-196
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,01	0,01	0,01	0,01	+ Tăng (giảm) vốn	3	0	0	0
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,00	0,00	0,00	0,00	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	8	0	0	0
Khả năng TT lãi vay	241,8	274,1	267,6	332,9	+ Thay đổi nợ dài hạn	0	0	0	0
Định giá					+ Các hoạt động TC khác	0	0	0	0
P/E	10,5	9,0	7,4	5,9	Tiền từ hoạt động TC	-251	-129	-196	-196
P/B	3,2	2,5	2,1	1,6	Tổng lưu chuyển tiền tệ	-175	-78	35	406
EV / EBITDA	6,6	7,0	5,7	4,6	Tiền cuối năm	467	389	424	830
Giá trị sổ sách/cổ phiếu					Đơn vị: tỷ đồng				

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Vũ Thị Trà Lý, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
THÊM VÀO	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
NĂM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
GIẢM	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

Trụ sở chính

Tháp Tài chính Bitexco, Lầu 15
2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM, Việt Nam
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

Quyền Giám Đốc

Vũ Thanh Tú, ext 105
tu.vu@vcsc.com.vn

Trưởng phòng, Tôn Minh Phương, ext 146

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Nguyễn Xuân Huy, ext 139

Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Chuyên viên, Vũ Hoàng Việt, ext 143

Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

Chuyên viên, Phạm Thùy Dương, ext 130

Chuyên viên, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

CV vĩ mô, Nguyễn Duy Phong, ext 120

CV PTKT, Nguyễn Thế Minh, ext 142

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.
+84 8 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 8 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 4 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty Cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

CTCP Dược Hậu Giang (DHG)

NĂM GIỮ

Lịch sử khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
05/09/2011	MUA	59.000	71.000
12/02/2012	THÊM VÀO	61.000	71.000
08/05/2012	THÊM VÀO	61.500	71.000
12/09/2012	NĂM GIỮ	76.000	71.000
29/10/2012	NĂM GIỮ	67.000	71.000