

BÁO CÁO PHÂN TÍCH

CTCP Dược Hậu Giang (DHG - HOSE)

DHG PHARMA
For a more beautiful and healthier life

Thông tin cổ phần (20/08/2013)

| | |
|---------------------------|------------|
| Thị giá (đồng) | 115,000 |
| SL CP niêm yết (triệu CP) | 65.4 |
| Vốn hoá TT (tỷ đồng) | 7,582 |
| KLGD bq 10 ngày (CP) | 38,286 |
| Cao nhất 52 tuần | 121,000 |
| Thấp nhất 52 tuần | 61,900 |
| Ngày GD đầu tiên | 21/12/2006 |

Chỉ số cơ bản

| | |
|------------------------|--------|
| EPS trailing (đồng/CP) | 7,291 |
| Book Value (đồng/CP) | 26,499 |
| EPS 6T/2013 (đồng/CP) | 3,701 |
| P/E trailing | 15.7 |
| P/B | 4.3 |
| Beta | 0.5 |

Diễn biến giao dịch



(Nguồn: DAS tổng hợp)

Thực hiện:

BAN PHÂN TÍCH 2

Điện thoại: +84 8 3821.8666 Ext: 261

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

CTCP Dược Hậu Giang (DHG - HOSE) là doanh nghiệp đang dẫn đầu về doanh thu và thị phần ngành sản xuất - phân phối dược phẩm tại Việt Nam trong 17 năm liên tiếp từ năm 1997 (chiếm 10.8% thị trường thuốc sản xuất trong nước và 5% so với tổng giá trị tiền thuốc sử dụng tại Việt Nam năm 2012). Mạng lưới phân phối kinh doanh dược phẩm của DHG phủ kín khắp lãnh thổ Việt Nam. Thương hiệu “Dược Hậu Giang” được người tiêu dùng nhận diện khá tốt trên thị trường. [\(Xem chi tiết\)](#)

Hai nhãn hàng chủ lực của DHG là “HAPACOL - thuốc giảm đau” và “KLAMENTIN - thuốc kháng sinh” đóng góp gần 30% doanh thu với tốc độ tăng trưởng doanh thu hơn 21%/năm. Nhóm 13 nhãn hàng chính đóng góp hơn 50% doanh thu. Đa phần các nhãn hàng của DHG thuộc nhóm thuốc gốc (Generic Drug). Một trong các thách thức hiện hữu của DHG là việc cạnh tranh ngày càng gay gắt với các sản phẩm cùng loại của nước ngoài. [\(Xem chi tiết\)](#)

Doanh thu 6T/2013 đạt 1,555 tỷ đồng (+17.8% so cùng kỳ 2012), LNST 6T/2013 đạt 244.5 tỷ đồng (-7% so cùng kỳ 2012), cơ bản hoàn thành 41% kế hoạch doanh thu và 43% kế hoạch lợi nhuận cả năm. Tỷ suất lãi gộp vẫn được duy trì ổn định ở mức 46%. **Trao đổi với DAS, DHG cho biết:** Kết quả tháng 7/2013 đã ghi nhận khoản lợi nhuận đột biến nhờ hạch toán 6 triệu USD vào thu nhập khác từ thương vụ chuyển nhượng thương hiệu dược phẩm Eugica cho Mega We Care [\(xem chi tiết\)](#) và **hiều khả năng sẽ giúp DHG đạt khoảng 710 tỷ đồng LNTT cả năm 2013.**

DHG có cấu trúc tài chính lành mạnh, hoạt động kinh doanh tập trung phần lớn nguồn lực vào hoạt động cốt lõi trong ngành dược phẩm. Do đó DHG ít chịu ảnh hưởng từ các biến động của thị trường tài chính trong thời gian 5 năm gần đây. [\(Xem chi tiết\)](#)

Dự án nhà máy NonBetalactam về cơ bản đã hoàn thành xong (chậm 4 tháng so với tiến độ). Nhà máy Betalactam dự kiến sẽ hoàn thành và đưa vào vận hành trong nửa đầu năm 2014. Theo kế hoạch, nhà máy mới sẽ được lắp đầy công suất sau 3 năm đi vào hoạt động. [\(Xem chi tiết\)](#)

Phân tích tổng quan doanh nghiệp qua mô hình CANSLIM cho thấy DHG vẫn duy trì vị thế dẫn đầu ngành dược nội địa Việt Nam. Chiến lược kinh doanh hợp lý; tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ổn định; tiềm năng phát triển còn lớn và sự ủng hộ tích cực từ các định chế đầu tư trong nước cũng như các quỹ đầu tư nước ngoài là những thế mạnh giúp DHG có thể vươn tầm ra sân chơi khu vực Đông Nam Á nói riêng và châu Á nói chung. [\(Xem chi tiết\)](#)

Định giá kết hợp 5 phương pháp P/E, P/B, P/S (*), FCFF, EV/EBITDA cho ra kết quả: **110,000 đồng/cổ phiếu.** [\(Xem chi tiết\)](#)

CẬP NHẬT KẾT QUẢ HĐKD 6T/2013 - ƯỚC TÍNH LỢI NHUẬN 2013



(Nguồn: DAS tổng hợp)



Doanh thu 6T/2013 đạt hơn 1,555 tỷ đồng (+17.8% so cùng kỳ 2012), hoàn thành 41% kế hoạch năm. Lợi nhuận gộp 6T/2013 đạt hơn 716 tỷ đồng (+14.2% so cùng kỳ 2012). Cụ thể tại các lĩnh vực như sau:

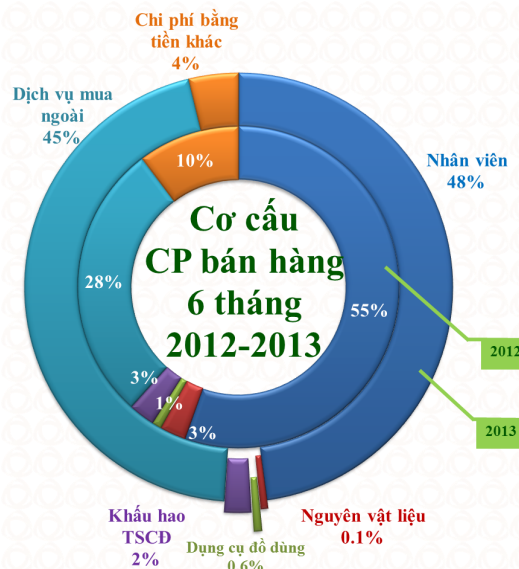
Doanh thu từ thành phẩm (các sản phẩm do DHG sản xuất như dược phẩm, thực phẩm chức năng, mỹ phẩm, bao bì thuốc...) đạt hơn 1,358 tỷ đồng (+11.4% so cùng kỳ 2012). Lĩnh vực này tiếp tục chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu (87%) với 2 sản phẩm chủ lực được đầu tư mạnh về thương hiệu là thuốc giảm đau HAPACOL và thuốc kháng sinh KLAMENTIN. Đây cũng đồng thời là mảng hoạt động có biên lợi nhuận cao nhất (52%) và đóng góp gần 705 tỷ đồng vào lợi nhuận gộp (98%).

Doanh thu từ mảng phân phối hàng hóa (nguyên liệu ngành dược, các sản phẩm của công ty dược khác trong và ngoài nước) ghi nhận mức tăng ấn tượng khi đạt gần 133 tỷ đồng (+142% so cùng kỳ 2012). Xu hướng này sẽ vẫn tiếp tục trong 6 tháng cuối năm 2013 do DHG tăng doanh thu từ hoạt động kinh doanh hàng ngoại nhập độc quyền và doanh thu đến từ phân phối sản phẩm Eugica cho đối tác Mega We Care sau khi đã chuyển nhượng thương hiệu này cho Mega ([xem chi tiết](#)). Tuy nhiên, biên lợi nhuận của hoạt động này khá thấp (5.6%) và chỉ đóng góp hơn 7.4 tỷ đồng vào lợi nhuận gộp (1%) do DHG chủ trương không đặt mục tiêu lợi nhuận tại mảng này mà chủ yếu nhằm đảm bảo đáp ứng đầy đủ danh mục sản phẩm của hệ thống 68 quầy thuốc bán lẻ của DHG tại các bệnh viện.

Hoạt động cung cấp dịch vụ du lịch chỉ đóng góp khiêm tốn gần 8.7 tỷ đồng vào doanh thu trong kỳ (+132% so cùng kỳ 2012) thông qua hợp nhất kết quả của cty con DHG Travel. Biên lợi nhuận của hoạt động này giảm mạnh xuống 19% (so với mức 45.6% cùng kỳ 2012). Được biết, DHG Travel được hình thành từ nhóm chăm sóc khách hàng chuyên tổ chức các sự kiện và hoạt động du lịch cho khách hàng của DHG. Vì vậy, hoạt động của đơn vị này phụ thuộc phần lớn vào chính sách của DHG. Năm 2012 và 6T/2013, chính sách chăm sóc khách hàng của DHG có sự thay đổi đáng kể: giảm các hình thức du lịch, thay vào đó là các chính sách tặng quà, mời cơm thân mật... nên ảnh hưởng đến lợi nhuận của DHG Travel.

Lượng hàng khuyến mại tăng mạnh trong kỳ và đạt hơn 55 tỷ đồng (+32% so cùng kỳ 2012) do chiến lược gia tăng khuyến mại nhằm đẩy mạnh doanh thu của DHG. Tuy nhiên, khoản mục doanh thu hàng khuyến mại không phải là một chức năng kinh doanh của DHG mà thực chất là khoản hạch toán hàng cho biếu tặng và hàng DHG sản xuất dùng để thực hiện các chương trình khuyến mại, do đó biên lợi nhuận của hoạt động này khá thấp (4.1%). Khoản mục này được hạch toán riêng theo quy định của luật thuế và chế độ kế toán.

CẬP NHẬT KẾT QUẢ HĐKD 6T/2013 - ƯỚC TÍNH LỢI NHUẬN 2013



(Nguồn: DAS tổng hợp)

Lợi nhuận sau thuế 6T/2013 chỉ đạt 244.5 tỷ đồng (-7% so cùng kỳ 2012) do chi phí bán hàng, chi phí quản lý doanh nghiệp và thuế suất thuế TNDN trong kỳ tăng. Cụ thể:

Chi phí bán hàng tăng hơn 30% so với cùng kỳ 2012 lên mức 316 tỷ đồng do DHG thay đổi chế độ phân bổ chi phí. Nổi bật nhất là sự gia tăng của chi phí nhân viên bán hàng và đặc biệt là chi phí dịch vụ mua ngoài trong chiến lược tăng cường quảng bá hình ảnh DHG nhằm đẩy mạnh doanh thu, trong đó:

Chi phí nhân viên bán hàng tăng lên mức 151 tỷ đồng (+13% so cùng kỳ 2012) do DHG tăng cường lực lượng nhân viên bán hàng để tăng độ phủ theo chiều sâu.

Chi phí dịch vụ mua ngoài tăng 109% lên mức 143 tỷ đồng, trong đó phần lớn là chi phí quảng cáo trên các phương tiện truyền thông, các chiến dịch khuyến mãi, tổ chức hội nghị khách hàng giới thiệu sản phẩm, các chương trình đưa sản phẩm đến tận tay người tiêu dùng...

Chi phí quản lý doanh nghiệp tăng lên mức 122 tỷ đồng (+22% so cùng kỳ 2012). Trong đó, chi phí nhân viên tăng 8% lên mức 77 tỷ đồng (tăng lương theo bảo hiểm xã hội và lạm phát), các chi phí khác bằng tiền tăng 103% lên mức 29 tỷ đồng (bổ sung thêm quỹ đầu tư khoa học công nghệ)

Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp trong kỳ tăng từ mức 10% năm ngoái lên 20% trong năm và chiếm 66.7 tỷ đồng (+65% so cùng kỳ 2012). Từ năm 2014 trở đi, Công ty mẹ không còn được hưởng ưu đãi thuế TNDN. Song, hoạt động của nhà máy mới tại KCN Tân Phú Thạnh, tỉnh Hậu Giang sẽ được hưởng ưu đãi thuế suất trong 15 năm, dự kiến bắt đầu từ năm 2014 (4 năm đầu 0%, 9 năm tiếp theo 5%, 2 năm còn lại 10%).

TỔNG QUAN HOẠT ĐỘNG KINH DOANH 6T/2013



(Nguồn: DAS tổng hợp)

ĐÁNH GIÁ TIỀM NĂNG ĐẦU TƯ CỔ PHIẾU DHG THEO MÔ HÌNH CANSLIM

Để tiến hành phân tích và đánh giá một cách toàn diện về nguồn lực nội tại cũng như tiềm năng sinh lời khi đầu tư vào cổ phiếu DHG, chúng tôi sử dụng mô hình CANSLIM (được William J. O'Neil đúc kết, ông hiện là chủ tịch kiêm CEO của hãng nghiên cứu đầu tư William J. O'Neil & Company do chính ông thành lập).

Mô hình CANSLIM bao gồm 7 yếu tố chính, là sự kết hợp hài hoà giữa phương pháp phân tích cơ bản với phương pháp phân tích kỹ thuật đầu tư chứng khoán, bao gồm các yếu tố sau: **C: Current Quarterly Earnings Per Share** (lãi ròng trên mỗi cổ phiếu của quý gần nhất), **A: Annual Earnings Increases** (sự gia tăng lãi ròng hàng năm), **N: New Products, New Management, New Highs** (sản phẩm mới, sự quản lý mới, mức giá trần mới), **S: Supply and Demand** (nguồn cung và cầu), **L: Leader and Laggard** (cổ phiếu đầu bảng và cổ phiếu tụt hậu), **I: Institutional Sponsorship** (sự ủng hộ của các định chế tài chính và đầu tư), **M: Market Direction** (định hướng thị trường).

| MÔ HÌNH | C | A | N | S | L | I | M |
|---------|---|---|---|---|---|---|---|
|---------|---|---|---|---|---|---|---|

C: Current Quarterly Earnings Per Share (lãi ròng trên mỗi cổ phiếu của quý gần nhất)

Theo William, hầu hết các cổ phiếu tốt đều có sự gia tăng lợi nhuận so với cùng quý năm trước đó và tỷ lệ tăng càng cao thì chứng tỏ cổ phiếu càng có nhiều triển vọng. Theo ông, các nhà đầu tư trước khi bỏ tiền ra mua cổ phiếu cần xem xét tới sự gia tăng mạnh mẽ lợi nhuận của cổ phiếu đó, cụ thể là mức tăng trưởng của lãi ròng trên mỗi cổ phiếu trong 3 tháng gần nhất.

Với trường hợp của DHG, bảng dữ liệu bên cạnh cho thấy lịch sử EPS cũng như việc chi trả cổ tức/thưởng của doanh nghiệp qua các năm. Từ khi cổ phần hóa và niêm yết trên sàn HOSE đến nay, DHG luôn hoạt động kinh doanh hiệu quả qua các quý và luôn duy trì chính sách chi trả cổ tức/thưởng bằng cổ phiếu đều đặn.

Theo đánh giá của chúng tôi, việc DHG sẽ tiến hành chia tách cổ phiếu thông qua thưởng bằng cổ phiếu trong năm 2014 là khá cao nhằm tương xứng với quy mô của doanh nghiệp, đồng thời cũng góp phần cải thiện thanh khoản của cổ phiếu DHG trên thị trường chứng khoán. Cơ sở cho việc thực hiện chia tách cổ phiếu này là nguồn tiền dồi dào từ Lợi nhuận chưa phân phối và Quỹ đầu tư phát triển của DHG hơn 1,012 tỷ đồng (tính đến thời điểm 30/6/2013)

EPS QI/2013 đạt hơn 1,777 đ/cp (+13% so cùng kỳ 2012), EPS QII/2013 đạt hơn 1,925 đ/cp (-21% so cùng kỳ 2012) do DHG đang trong quá trình đẩy mạnh “chiến lược kéo” nhằm thu hút thêm khách hàng, gia tăng mức độ nhận diện thương hiệu của người tiêu dùng thông qua các phương tiện truyền thông. Do đó, khoản đầu tư lớn cho chi phí bán hàng sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận của DHG trong ngắn hạn. Tuy nhiên, xét về trung và dài hạn, chiến lược này sẽ giúp gia tăng mạnh doanh thu và lợi nhuận của DHG trong 6 tháng cuối năm và các năm tiếp theo

➔ **Triển vọng tăng trưởng của DHG là rất lớn trong giai đoạn 2013 - 2018 khi hai nhà máy mới được đưa vào sử dụng với công suất gấp đôi hiện tại. Hệ thống các máy móc, dây chuyền công nghệ được đầu tư mới hoàn toàn cũng sẽ góp phần củng cố khả năng cạnh tranh cho các sản phẩm của DHG trên thị trường.**

Lịch sử EPS và trả cổ tức, cổ phiếu thưởng

| Thời điểm | EPS theo quý (đồng/cp) | Cổ tức theo thời điểm |
|--------------|------------------------|-----------------------|
| Quý I/2007 | 3,651 | 10% |
| Quý II/2007 | 3,614 | 5% |
| Quý III/2007 | 3,622 | 15% |
| Quý IV/2007 | 1,772 | Thưởng 1:1 |
| Quý I/2008 | 2,077 | - |
| Quý II/2008 | 1,351 | 10% |
| Quý III/2008 | 1,666 | - |
| Quý IV/2008 | 1,702 | 25% |
| Quý I/2009 | 1,986 | - |
| Quý II/2009 | 3,488 | - |
| Quý III/2009 | 2,801 | 15% |
| Quý IV/2009 | 5,114 | Thưởng 3:1 |
| Quý I/2010 | 2,715 | 10% |
| Quý II/2010 | 3,504 | 5% |
| Quý III/2010 | 2,920 | - |
| Quý IV/2010 | 5,087 | 10% |
| Quý I/2011 | 3,262 | - |
| Quý II/2011 | 4,445 | Thưởng 1:1.4 |
| Quý III/2011 | 1,544 | 30% |
| Quý IV/2011 | 1,634 | 10% |
| Quý I/2012 | 1,568 | - |
| Quý II/2012 | 2,428 | 10% |
| Quý III/2012 | 1,508 | - |
| Quý IV/2012 | 2,038 | 10% |
| Quý I/2013 | 1,777 | 20% |
| Quý II/2013 | 1,925 | - |
| Quý III/2013 | - | 15% |
| Quý IV/2013 | - | 10% (P) |

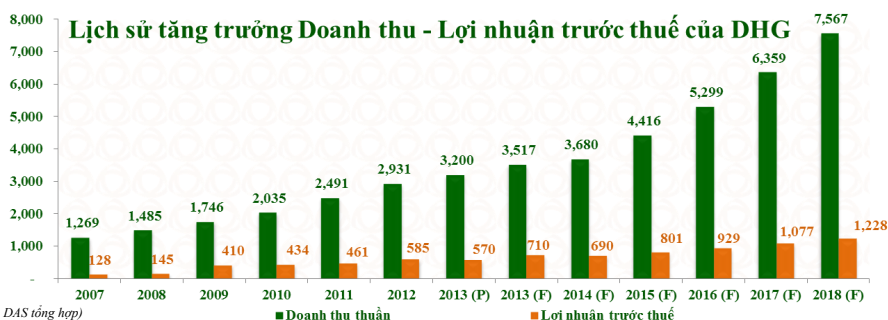
ĐÁNH GIÁ TIỀM NĂNG ĐẦU TƯ CỔ PHIẾU DHG THEO MÔ HÌNH CANS LIM

| MÔ HÌNH | C | A | N | S | L | I | M |
|---------|---|---|---|---|---|---|---|
|---------|---|---|---|---|---|---|---|

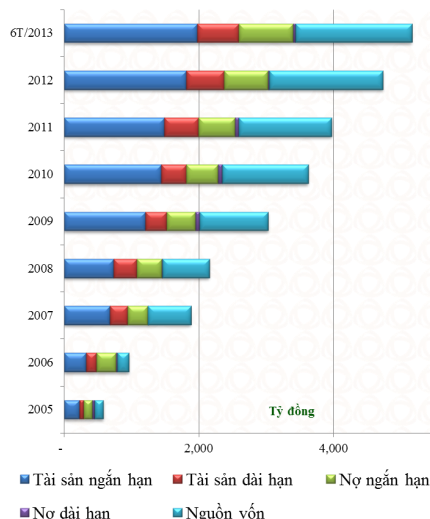
A: Annual Earnings Increases (sự gia tăng lãi ròng hàng năm)

Theo William, cổ phiếu tốt là cổ phiếu có mức gia tăng lợi nhuận đều đặn trong vòng 5 năm trước đó. Các nhà đầu tư cần đặc biệt lưu ý tới các cổ phiếu có mức gia tăng lợi nhuận hàng năm ổn định và đạt trên 25%, tuy nhiên nên chú ý tới chu kỳ kinh doanh của từng ngành, từng công ty. Theo ông, tiêu chí này có thể giúp các nhà đầu tư loại bỏ khoảng 80% các cổ phiếu không tốt.

| Chỉ tiêu tài chính | 2010 | 2011 | 2012 |
|----------------------------|-------|-------|-------|
| Khả năng thanh toán | | | |
| Thanh toán hiện hành | 3.1 | 2.7 | 2.8 |
| Thanh toán nhanh | 2.3 | 1.8 | 2.0 |
| Cấu trúc vốn | | | |
| Nợ/Tổng tài sản | 0.29 | 0.30 | 0.28 |
| Nợ/Vốn chủ sở hữu | 0.41 | 0.44 | 0.40 |
| Hiệu quả sinh lời | | | |
| ROA | 20.9% | 20.8% | 20.4% |
| ROE | 29.8% | 30.1% | 28.8% |
| LN từ HĐKD/Doanh thu | 21.3% | 19.0% | 18.8% |



(Nguồn: DAS tổng hợp)

Tổng quan tình hình tăng trưởng của DHG

Tỷ trọng nợ vay của DHG rất nhỏ so với quy mô Nguồn vốn. Tính đến 30/6/2013, dư nợ vay ngắn hạn và dài hạn của DHG chỉ hơn 24 tỷ đồng (chiếm 2.9% Nợ phải trả và 0.9% Tổng Nguồn vốn). Nợ phải trả chủ yếu của DHG là các khoản phải trả người bán, phải trả người lao động và các chi phí phải trả khác.

Doanh thu của DHG tăng trưởng ở mức bình quân 17%/năm trong giai đoạn 2010 - 2012. Lợi nhuận trong giai đoạn này cũng tăng trưởng ở mức 18%/năm. Tuy nhiên, do các nhà máy hiện tại đã hoạt động hết công suất với sản lượng khoảng 4 tỷ đơn vị/năm nên DHG đã tiến hành **dự án xây dựng nhà máy mới**, dự kiến sẽ đưa vào hoạt động vào Q1/2013 với tổng sản lượng khoảng 5 tỷ đơn vị/năm.

Theo kế hoạch, hai nhà máy trên sẽ chạy hết công suất 9 tỷ sản phẩm vào năm 2018 và giúp duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu trong giai đoạn 2014 - 2018 ổn định ở mức 20%/năm. Lợi nhuận trong giai đoạn này cũng tăng trưởng tốt với tỷ lệ 16%/năm. Việc di dời nhà máy sẽ giúp DHG có được 15 năm ưu đãi thuế TNDN với số tiền thuế tiết kiệm được dự kiến hơn 1,000 tỷ đồng.

Thương vụ ký kết chuyển giao thương hiệu Eugica cho Mega Wecare đã đem lại khoản thu nhập bất thường hơn 6 triệu USD cho DHG. Lợi nhuận từ thương vụ này đã được ghi nhận vào tháng 7/2013 và góp phần gia tăng đáng kể lợi nhuận của DHG trong quý III/2013. Theo ước tính của chúng tôi, **thương vụ này sẽ giúp DHG đạt khoảng 710 tỷ đồng LNTT 2013, tương ứng với mức EPS 2013 (F) đạt 8,472 đồng/cp.**

➔ **Doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng ổn định trong suốt 6 năm từ khi niêm yết trên sàn HOSE cuối năm 2006 cho thấy chiến lược kinh doanh đúng đắn của DHG. Dự báo tăng trưởng cho giai đoạn 2013 - 2018 cũng rất khả quan với kế hoạch doanh thu tăng trưởng bình quân 20%/năm, lợi nhuận tăng trưởng bình quân 16%/năm. Biên lợi nhuận ròng trong giai đoạn này cũng được kỳ vọng ở mức bình quân 18%/năm.**

ĐÁNH GIÁ TIỀM NĂNG ĐẦU TƯ CỔ PHIẾU DHG THEO MÔ HÌNH CANSIM

| MÔ HÌNH | C | A | N | S | L | I | M |
|---------|---|---|---|---|---|---|---|
|---------|---|---|---|---|---|---|---|

Điểm khác biệt chính của thuốc nội và thuốc ngoại là công nghệ sản xuất và thành phần TÁ DƯỢC. Đây được xem là tiêu chí quan trọng nhất đánh giá mức độ hấp thụ thuốc của cơ thể và đánh giá mức hiệu quả của thuốc.

Các thống kê và kinh nghiệm của bác sĩ cho thấy, cùng một công thức và thành phần chính nhưng thuốc của các hãng được lớn trên thế giới được cơ thể người hấp thụ tốt hơn so với các loại thuốc nội do các loại thuốc này đã được nghiên cứu kỹ và thử nghiệm trên cơ thể người một thời gian dài trước khi thương mại hóa sản phẩm.

***Thuốc gốc (generic drug)** là thuốc tương đương sinh học với biệt dược về các tính chất được động học và dược lực học, **được sản xuất khi quyền sở hữu công nghiệp của biệt dược đã hết hạn, nhờ đó thường được bán với giá rẻ.**

Thuốc gốc giống với biệt dược về liều lượng, độ an toàn, nồng độ, tác dụng, cách dùng và chỉ định.

Thuốc gốc thường được sản xuất bởi các công ty được nhỏ, không đầu tư vào nghiên cứu và phát triển thuốc mới. Việc nghiên cứu thuốc mới thường rất tốn kém nên thường được tiến hành bởi các công ty được lớn và được bán với giá cao trong thời gian bằng sáng chế chưa hết hạn để bù đắp chi phí. Các nhà sản xuất thuốc gốc không phải trang trải chi phí này nên giá thường rẻ hơn nhiều so với biệt dược đầu tiên.

(Nguồn: Wikipedia)

Tá dược (excipients): Thông thường, một khi hoạt chất ở trong trạng thái tinh khiết, nó sẽ không ở dưới trạng thái tinh khiết được lâu. Trong nhiều trường hợp nó sẽ bị biến tính, tách ra khỏi một dung dịch, hoặc dính vào thành của vật chứa. Để làm bền hoạt chất, tá dược được thêm vào để bảo đảm rằng hoạt chất vẫn tinh khiết, và quan trọng hơn là kéo dài thời gian bán hủy của một loại thuốc, làm tăng hạn sử dụng. **Do đó, công thức tá dược được xem là một bí mật thương mại.**

(Nguồn: Wikipedia)

N: New Products, New Management, New Highs (sản phẩm mới, sự quản lý mới, nhà máy mới)

Những nghiên cứu của William chỉ ra rằng một trong những nguyên nhân khiến giá cổ phiếu tăng sẽ bắt nguồn từ một số nhân tố nội tại nào đó. Những nhân tố này thường là sản phẩm mới của công ty, ban giám đốc mới, chiến lược kinh doanh mới, phương thức quản lý mới hay mức giá trần mới của cổ phiếu trên thị trường chứng khoán...

Các sản phẩm chủ lực của DHG:

Hai nhãn hàng chủ lực của DHG là “HAPACOL - thuốc giảm đau” và “KLAMENTIN - thuốc kháng sinh” đóng góp gần 30% doanh thu với tốc độ tăng trưởng doanh thu hơn 21%/năm. Nhóm 13 nhãn hàng chính đóng góp hơn 50% doanh thu. Đa phần các nhãn hàng của DHG thuộc nhóm **thuốc gốc** * (Generic Drug).

Sản phẩm cạnh tranh chính trên thị trường của Hapacol: Panadol của GSK. Theo nghiên cứu của một công ty nghiên cứu thị trường, Panadol (GSK) có tỷ lệ nhận diện của người tiêu dùng đến 65%, trong lúc tỷ lệ này của Hapacol chỉ ở mức 5% do nguồn kinh phí dành cho quảng cáo tiếp thị cho Panadol vượt trội mọi mặt so với DHG. Thành phần chính của Hapacol là Paracetamol (Acetaminophen) nhập khẩu chủ yếu từ Tập đoàn Mallinckrodt (nhà cung ứng Paracetamol của Mỹ lớn nhất thế giới).

Theo tìm hiểu của chúng tôi, đơn giá của Hapacol và Panadol có sự chênh lệch đến 140%, cụ thể như sau:

Đơn giá Hapacol 650mg: 500 đồng/viên

Đơn giá Panadol Extra 500mg: 1,200 đồng/viên

Sản phẩm cạnh tranh chính trên thị trường của Klamentin: Curam của SANDOZ và Augmentin của GSK. Thành phần chính của Klamentin là Amoxicillin trihydrate (+) được nhập khẩu toàn bộ từ hai nhà sản xuất lớn tại Tây Ban Nha là Antibioticos SA và DSM.

Đơn giá của thuốc Klamentin chênh lệch khá lớn so với 2 loại thuốc cùng loại trên (136% - 154%).

Đơn giá Klamentin 625mg: 6,500 đồng/viên

Đơn giá Curam 625mg: 13,000 đồng/viên

Đơn giá Augmentin 625 mg: 14,000 đồng/viên

➔ **Hai sản phẩm chủ lực của DHG hiện đang bị cạnh tranh khá gay gắt từ các sản phẩm ngoại về mức độ bao phủ và nhận diện thương hiệu. Giá thành hai sản phẩm trên tuy đang là lợi thế cạnh tranh chủ yếu nhưng cũng hoàn toàn phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu.** Tuy nhiên, việc chính phủ đang trình quốc hội dự thảo về việc nâng mức giới hạn chi phí quảng cáo từ 10% lên 15% sẽ là cơ hội để DHG tăng cường chi phí quảng cáo cho 2 dòng sản phẩm trên nói riêng và nhóm 13 sản phẩm được đầu tư mạnh về thương hiệu nói chung, từ đó cải thiện mức độ nhận diện thương hiệu DHG của người tiêu dùng trong nước.

ĐÁNH GIÁ TIỀM NĂNG ĐẦU TƯ CỔ PHIẾU DHG THEO MÔ HÌNH CANSIM

| MÔ HÌNH | C | A | N | S | L | I | M |
|---------|---|---|---|---|---|---|---|
|---------|---|---|---|---|---|---|---|

^(*)*Naturenz* là sự kết hợp các thành phần rau củ quả của thiên nhiên như đu đủ, củ cải, lêkima, mướp đắng, bột tỏi và các chất thủy phân từ nhộng tằm để chiết xuất ra từng hoạt chất có tác dụng chống oxy hóa, giải độc cơ thể, giúp giải độc gan. Sản phẩm này đã được cấp bằng độc quyền sáng chế 4972 cấp ngày 07/06/2005 theo quyết định A 5711/QĐ-ĐK của cục sở hữu trí tuệ Bộ KH&CNVN.

^{**}*Eugica* là dòng sản phẩm trị ho (keo ngâm, si rô, viên nang mềm) sử dụng 100% nguyên liệu do người nông dân Việt Nam cung ứng là tinh dầu cây tràm, tần dầy lá và DHG nghiên cứu sản xuất, tung ra thị trường trong nước vào năm 2006.

Hiện nay, để điều trị ho, nhiều người bệnh thường tìm đến các loại thảo dược trị ho thiên nhiên để hạn chế và giảm bớt các tác dụng phụ do phải sử dụng nhiều loại thuốc được tổng hợp từ hóa chất, đặc biệt là nguy cơ kháng kháng sinh ngày càng cao.

Trong 6T/2013, DHG đã triển khai sản xuất 09 sản phẩm mới, nghiên cứu thử nghiệm tương đương sinh học thêm 5 sản phẩm.

DHG phấn đấu tăng danh mục sản phẩm trong top 200 sản phẩm có doanh số cao nhất tại Việt Nam (Qua số liệu thống kê từ 2009 - Q3/2012 của IMS, DHG có 6/200 sản phẩm – chiếm 0,03%)

DHG triển khai phân phối 02 sản phẩm thuốc biệt dược gốc nhóm tim mạch – tiểu đường hàng ngoại nhập của đối tác Mỹ từ tháng 6/2013 với mục tiêu khai thác lợi thế hệ thống phân phối, tăng doanh thu, trao đổi kinh nghiệm quản lý hàng hóa và phương pháp bán hàng.

Chuẩn bị triển khai thí điểm bán hàng trên máy PDA trong 6 tháng cuối năm.

Các sản phẩm chiến lược của DHG:

Theo quy định của Bộ Y Tế, DHG sẽ phải tách biệt dây chuyền dược liệu với dây chuyền tân dược. Do đó, **DHG có định hướng sản xuất các sản phẩm có nguồn gốc dược liệu, đầu tư chiều sâu khoa học công nghệ cho các sản phẩm dược liệu** (vốn là thế mạnh của Việt Nam nói riêng và các nước châu Á nói chung) chứ không tập trung sản xuất những sản phẩm đông dược thông thường. Thành công điển hình cho chiến lược này là dòng sản phẩm giải độc gan **Naturenz^(*)**

Trong quý I/2013, DHG đã chuyển nhượng toàn bộ các định dạng sản phẩm thuốc trị ho thảo dược **Eugica^(**)** cho Tập đoàn dược phẩm Mega Lifesciences (Mega We Care - Thái Lan) với giá trị chuyển nhượng 6 triệu USD và tiếp tục gia công các sản phẩm dược và thực phẩm chức năng Eugica cho Mega trong vòng 5 năm tới. Đây là thương vụ chuyển nhượng thương hiệu dược phẩm của một đơn vị trong nước cho một tập đoàn nước ngoài đầu tiên tại Việt Nam. Điều này cho thấy hướng đi đúng đắn của DHG khi tập trung vào thế mạnh là các sản phẩm dược liệu chiết xuất từ thiên nhiên, thân thiện với sức khỏe con người và tận dụng được kinh nghiệm, nguồn nguyên liệu có sẵn tại Việt Nam thay vì chạy theo các sản phẩm tây dược vốn là thế mạnh tuyệt đối của các nước có nền công nghiệp hóa dược phát triển từ lâu như Pháp - Mỹ - Đức - Tây Ban Nha... Một sản phẩm dược liệu khác của DHG đang lưu hành trên thị trường là Choliver (điều trị về gan mật), đang được xuất khẩu mạnh sang thị trường các nước Đông Âu như: Nga, Moldova, Ukraina, Rumani...

Chiến lược quản lý mới:

Chiến lược bán hàng từ năm 2013: “Chi tiết - đều đặn - không bỏ sót” nên DHG dự kiến số lượng khách hàng sẽ tăng từ 20,000 khách lên 40,000 khách trên cả nước. Riêng tại địa bàn trọng điểm Tp.HCM, số lượng khách hàng tăng từ 600 lên 3,400 khách hàng với phương châm tăng khách hàng nhỏ, giữ khách hàng lớn – đảm bảo tăng doanh thu nhưng hạn chế rủi ro phụ thuộc và nguy cơ mất nợ.

Chiến lược dài hạn của DHG vẫn nghiêng về kênh thương mại hơn kênh điều trị (đấu thầu thuốc cung cấp cho các bệnh viện) nhằm phát huy được lợi thế cạnh tranh về sự đa dạng của sản phẩm cùng mạng lưới bán hàng sâu - rộng. Mặt khác, chỉ thị 01 của liên bộ Y tế - Tài chính về quy chế đấu thầu thuốc tại các bệnh viện cũng là vấn đề gây khó khăn cho công ty bên cạnh việc bảo hiểm y tế thanh toán chậm nên kéo theo việc các bệnh viện chậm thanh toán cho DHG.

DHG bắt đầu áp dụng chính sách “trả lương nhân viên bán hàng trên tiền thu về” trong 2 năm gần đây, đảm bảo tính công bằng và khuyến khích nhân viên tích cực tìm kiếm khách hàng mới, duy trì khách hàng cũ để gia tăng doanh số. Đặc biệt, hướng dẫn và chuyển giao một số hoạt động truyền thông hiệu quả, đơn giản cho đội ngũ bán hàng tại địa bàn tổ chức thực hiện.

ĐÁNH GIÁ TIỀM NĂNG ĐẦU TƯ CỔ PHIẾU DHG THEO MÔ HÌNH CANSIM

| MÔ HÌNH | C | A | N | S | L | I | M |
|---------|---|---|---|---|---|---|---|
|---------|---|---|---|---|---|---|---|

Cập nhật về tiến độ**dự án Nhà Máy mới**

Nhà xưởng Non Betalactam: Các gói thầu xây lắp và hoàn thiện nhà xưởng Non Betalactam, nhà văn phòng, các công trình phụ trợ đã hoàn thành được 90%. Các gói thầu thiết bị đã ký hợp đồng trong tháng 07/2013. Dự kiến xét GMP giữa tháng 11/2013.

Nhà xưởng BetaLactam: Đang thực hiện ép cọc, gói thầu xây lắp và hoàn thiện nhà xưởng Beta lactam đã hủy thầu lần 1, đang thực hiện đấu thầu lần 2. Dự kiến sẽ ảnh hưởng tiến độ 02 tháng.

Nhà ăn và hội trường: khối lượng hoàn thành được 25%.

Giải ngân: Tổng số tiền giải ngân tính từ đầu năm đến 30/06/2013 là 117 tỷ đồng. Giải ngân từ khi dự án bắt đầu đến 30/06/2013 là 238,8 tỷ đồng (trong đó 59 tỷ tiền đất).

DHG dự kiến sẽ tăng lượng hàng tồn kho trong năm 2013 để dự phòng trường hợp thiếu hàng trong thời gian đi dờ nhà máy.

DHG dự kiến sẽ nhận gia công sản phẩm của các đơn vị khác trong thời gian đầu để lắp đầy công suất của 2 nhà máy.

Dự án nhà máy mới:

Tổng diện tích: 80.738 m²

Trong đó, theo bản vẽ thiết kế: Nhà máy Betalactam, NonBetalactam, Nhà văn phòng, Nhà ăn và các công trình phụ trợ khác: 38.371 m²

Nhà máy In Bao bì DHG PP1: 11.088 m²

Quỹ đất trống còn lại kêu gọi hợp tác đầu tư: 31.279 m²

Nhà máy NonBetalactam với công suất thiết kế ban đầu 04 tỷ đơn vị sản phẩm đã được khởi công cuối tháng 04/2012. Dự kiến hoàn thành vào QIV/2013. **Nhà máy Betalactam với công suất thiết kế ban đầu 01 tỷ đơn vị sản phẩm dự kiến hoàn thành vào QI/2014.** Nhà máy In Bao bì DHG PP1 dự kiến sẽ hoàn thành cuối QII/2014. Nhà máy mới NonBetalactam và Betalactam sau khi hoàn thành dự kiến tăng công suất cả tập đoàn lên 09 tỷ đơn vị sản phẩm, tăng gần gấp đôi so với công suất hiện tại. Theo quy hoạch, toàn bộ số được phẩm từ Xưởng 1, Xưởng 5 và Xưởng 2 sẽ được đăng ký sản xuất tại nhà máy mới, mang theo 80% công suất của nhà máy cũ. **Như vậy, ước tính chỉ sau 03 năm đi vào hoạt động, nhà máy mới sẽ được lấp đầy công suất. Tổng chi phí đầu tư vào nhà máy dự tính khoảng 750 tỷ đồng.**

Riêng nhà máy cũ sẽ được bố trí các dây chuyền sản xuất thực phẩm chức năng, sản xuất sản phẩm có nguồn gốc được liệu, Xưởng 3 thuốc nước, Xưởng 4 nang mềm vẫn tiếp tục sản xuất tại nhà máy cũ. Theo kế hoạch, đến cuối năm 2018, nhà máy cũ sẽ chạy hết công suất.

(Nguồn: Ảnh do DHG cung cấp)



Nhà văn phòng NMM DHG 30/06/2013



Kết cấu bên trong NMM Non Beta DHG 12/07/2013

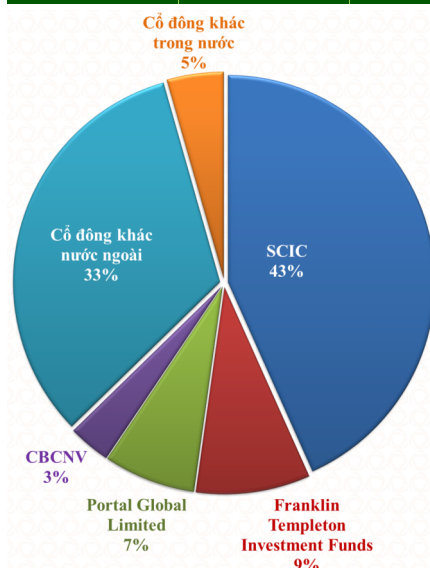
DHG không chủ động xác định được thời gian chính thức hoạt động của nhà máy mới do phụ thuộc vào quá trình kiểm tra, đánh giá công nhận các tiêu chuẩn của Cục quản lý dược và việc đăng ký lưu hành sản phẩm.

Chi phí đi dờ nhà máy cao nhất ước tính là khoản trả lương 70% cho công nhân trong thời gian nghỉ việc chờ đi dờ (dự kiến trong 2 tháng).

➔ **Dự án nhà máy mới là bước đi chiến lược của Ban lãnh đạo DHG nhằm tăng cường sản lượng sản xuất, đảm bảo khả năng cung ứng sản phẩm không những ở thị trường trong nước mà còn hướng đến thị trường xuất khẩu của DHG. Đồng thời, đây là tiền đề cho việc nghiên cứu phát triển các dòng sản phẩm mới với hệ thống dây chuyền công nghệ, thiết bị nghiên cứu hiện đại sẽ được đầu tư mới trong thời gian tới, tăng khả năng cạnh tranh về chất lượng dược phẩm của DHG so với các tập đoàn lớn trong khu vực và trên thế giới.**

ĐÁNH GIÁ TIỀM NĂNG ĐẦU TƯ CỔ PHIẾU DHG THEO MÔ HÌNH CANSLIM

| MÔ HÌNH | C | A | N | S | L | I | M |
|---------|---|---|---|---|---|---|---|
|---------|---|---|---|---|---|---|---|

**S: Supply and Demand (nguồn cung và cầu cổ phiếu DHG)**

Trong kinh doanh, quy luật cung cầu luôn có ảnh hưởng rất lớn đến giá thành sản phẩm, và đầu tư chứng khoán cũng không phải là một ngoại lệ. Giá cổ phiếu cũng chịu tác động từ quy luật cung cầu. Theo William, chính những cổ phiếu có số lượng lưu hành thấp trên thị trường mới có nhiều triển vọng và có khả năng tăng giá hơn so với các cổ phiếu có số lượng lưu hành lớn.

Các thông kê của chúng tôi cho thấy, từ khi niêm yết trên sàn HOSE vào cuối năm 2006, cổ phiếu DHG là một trong các sự lựa chọn hàng đầu của các tổ chức trong và ngoài nước bên cạnh các cổ phiếu khác như VNM, BMP, PNJ... Số liệu thống kê gần nhất cho thấy khối nước ngoài đã sở hữu đến mức tối đa 49% vốn cổ phần của DHG. Biểu đồ thống kê giá cổ phiếu của DHG (sau khi điều chỉnh qua các lần chia cổ tức và thưởng bằng cổ phiếu) cũng cho thấy xu hướng tăng giá trong dài hạn suốt từ năm 2009 cho đến nay và đem lại lợi nhuận lớn cho các tổ chức cá nhân nắm giữ cổ phiếu DHG.



Cổ đông lớn nhất của DHG đang là SCIC với 43% vốn cổ phần (~28.3 triệu cổ phiếu). Ban lãnh đạo và cán bộ công nhân viên của DHG đang nắm giữ 3.3% vốn cổ phần (2.1 triệu cổ phiếu). Như vậy, nếu loại trừ 49% cổ phần của khối ngoại (~32 triệu cổ phiếu) thì lượng cổ phiếu do các cổ đông khác trong nước (đa phần là các cá nhân) nắm giữ chỉ còn gần 2.9 triệu cổ phiếu.

Khối lượng giao dịch bình quân của DHG trong 90 ngày chỉ hơn 31,000 cổ phiếu/phần, chứng tỏ nhu cầu mua bán cổ phiếu này là không cao và hầu hết nhà đầu tư đều có xu hướng nắm giữ và gia tăng lượng cổ phiếu đang nắm giữ

→ **Cán cân cung - cầu cổ phiếu DHG cho thấy nhu cầu tìm mua và sở hữu cổ phiếu DHG của các tổ chức trong và ngoài nước hiện đang rất lớn do sự hấp dẫn từ tỷ suất sinh lời cao. Đặc biệt, khả năng DHG tiến hành chia tách thông qua thưởng bằng cổ phiếu trong năm 2014 là khá cao, điều này sẽ làm gia tăng đáng kể lượng cầu đối với cổ phiếu DHG trong thời gian sắp tới.**

ĐÁNH GIÁ TIỀM NĂNG ĐẦU TƯ CỔ PHIẾU DHG THEO MÔ HÌNH CANSIM

| MÔ HÌNH | C | A | N | S | L | I | M |
|---------|---|---|---|---|---|---|---|
|---------|---|---|---|---|---|---|---|

Quy mô Doanh thu thuần 6T/2013

| | |
|-----|-------|
| DHG | 1,550 |
| TRA | 785 |
| DMC | 639 |
| IMP | 406 |
| DHT | 346 |
| DCL | 324 |
| DBT | 293 |
| OPC | 265 |
| SPM | 200 |
| PMC | 163 |

L: Leader and Laggard (cổ phiếu đầu bảng và cổ phiếu tụt hậu)

Theo William, nhà đầu tư trên thị trường chỉ nên mua 2 hay 3 cổ phiếu tốt nhất trong nhóm những cổ phiếu đầu bảng hiện tại, còn lại nên dành tiền cho những cổ phiếu có khả năng sinh lời trong tương lai. Đặc biệt, các nhà đầu tư cần tránh mua những cổ phiếu có mức tăng trưởng cao nhưng không bền vững, chẳng hạn như cổ phiếu lên giá theo trào lưu, theo sự kiện nổi bật... bởi vì các cổ phiếu này được đánh giá là những cổ phiếu tụt hậu, không sớm thì muộn cũng mất giá.

Vị thế của DHG trong ngành:

DHG đang là doanh nghiệp dẫn đầu trong các doanh nghiệp dược phẩm trong nước suốt 17 năm liên tiếp ở tất cả các khía cạnh: Quy mô tài sản, quy mô doanh thu, lợi nhuận sau thuế 6T/2013, giá trị vốn hóa thị trường. Sau 6T/2013, LNST của DHG gần bằng LNST của 9 doanh nghiệp ngành được khác cộng lại (đạt 242 tỷ đồng/ 273 tỷ đồng ~ 89%)

Quy mô Vốn hóa 6T/2013

| | |
|-----|-------|
| DHG | 7,582 |
| TRA | 1,986 |
| DMC | 686 |
| IMP | 594 |
| DHT | 141 |
| DCL | 209 |
| DBT | 71 |
| OPC | 881 |
| SPM | 354 |
| PMC | 364 |

DHG đồng thời cũng là doanh nghiệp dược có hệ thống phân phối lớn nhất ngành dược Việt Nam, chia thành 6 khu vực quản lý gồm: Miền Bắc, Miền Trung, Miền Đông, Mekong 1 và Mekong 2. Trên 1,000 nhân viên bán hàng tiếp xúc trực tiếp với hơn 20,000 khách hàng tại 64 tỉnh thành phố thông qua các chi nhánh - văn phòng đại diện - trung tâm phân phối dược phẩm, trong đó có đến 1/2 số lượng là khách hàng trung thành, thường xuyên. Bên cạnh đó, DHG còn phát triển mạnh cả hệ thống phân phối lẻ tại các bệnh viện, kết hợp với việc điều trị của các bác sĩ nhằm phát huy tối đa việc đưa thuốc và hướng dẫn sử dụng thuốc trực tiếp đến người bệnh.

Quy mô LNST 6T/2013

| | |
|-----|-----|
| DHG | 242 |
| TRA | 72 |
| DMC | 49 |
| IMP | 41 |
| DHT | 9 |
| DCL | 19 |
| DBT | 5 |
| OPC | 34 |
| SPM | 19 |
| PMC | 25 |

Năm 2012, doanh thu thuần từ dược phẩm tự sản xuất của DHG đạt 2.691 tỷ VND. Quy đổi theo tỷ giá ngoại tệ USD tại thời điểm 31/12/2012 là 20,855 VND/USD. **So sánh với số liệu của cục quản lý dược, thị phần của DHG so với thị trường thuốc sản xuất trong nước đang chiếm 10,8% và so với tổng giá trị tiền thuốc sử dụng chiếm 5%.** Đây là kết quả rất tích cực khi DHG phải cạnh tranh với những tên tuổi ngành dược hàng đầu thế giới như Sanofi, GSK, Novartis, Pzifer... với kinh nghiệm lâu năm, trình độ khoa học công nghệ vượt trội và tiềm lực tài chính hùng mạnh.

Quy mô Tổng tài sản 6T/2013

| | |
|-----|-------|
| DHG | 2,593 |
| TRA | 1,016 |
| DMC | 925 |
| IMP | 858 |
| DHT | 312 |
| DCL | 640 |
| DBT | 352 |
| OPC | 512 |
| SPM | 1,124 |
| PMC | 176 |

Theo báo cáo đánh giá của công ty nghiên cứu thị trường IMS về thị trường dược phẩm Việt Nam Quý 4/2012, DHG có thị phần tiếp tục đứng vị trí thứ 3 sau hai tập đoàn lớn là Sanofi Group và GlaxoSmithKline Group (GSK). DHG cũng là doanh nghiệp dược Việt Nam duy nhất liên tục nằm trong top 5 doanh nghiệp lớn nhất ngành dược tại Việt Nam.

➔ **Nếu so sánh với các doanh nghiệp trong nước, DHG đang là đầu tàu của ngành dược Việt Nam với sự vượt trội về tất cả mọi mặt so với các doanh nghiệp còn lại. Tuy nhiên, ở sân chơi khu vực và Châu Á, DHG vẫn phải tiếp tục phấn đấu để đáp ứng được các yêu cầu về quy mô hoạt động, trình độ nghiên cứu - sản xuất cũng như hệ thống quản lý hiệu quả theo chuẩn khu vực và chuẩn quốc tế.**

ĐÁNH GIÁ TIỀM NĂNG ĐẦU TƯ CỔ PHIẾU DHG THEO MÔ HÌNH CANSLIM

| MÔ HÌNH | C | A | N | S | L | I | M |
|---------|---|---|---|---|---|---|---|
|---------|---|---|---|---|---|---|---|

I: Institutional Sponsorship (sự ủng hộ của các định chế tài chính và đầu tư)

Định chế tài chính đầu tư thường là các cơ quan chức năng, các cơ quan chính phủ chuyên về tài chính đầu tư. Các cơ quan này có thể nắm giữ một số lượng cổ phiếu nhất định của các công ty nào đó, nhờ vậy mà công ty sẽ có sự ủng hộ và trợ giúp mạnh mẽ từ những cơ quan này, một điều kiện vô cùng thuận lợi cho hoạt động kinh doanh, khiến giá cổ phiếu tăng mạnh.

Danh sách các tổ chức, quỹ đầu tư nước ngoài đang là cổ đông DHG

Franklin Templeton Investment Funds
 Vietnam Holding Limited
 Vietnam Enterprise Investments Limited
 KITMC Worldwide Vietnam Rsp Balance Fund
 KWE Beteiligungen Ag
 Vietnam Investment Limited
 JF Vietnam Opportunities Fund
 VOF Investment Limited
 Dragon Capital Vietnam Mother Fund
 Citigroup Global Markets Ltd
 Grinling International Limited
 Templeton Emerging Markets Small Cap Fun
 Pheim Aizawa Trus
 Templeton Frontier Markets Fund
 Pemberton Asian Opportunities Fund
 Portal Global Limited
 Vietnam Investment Property Holdings Limited
 Kitmc Worldwide Vietnam Fund 1
 Kitmc Worldwide Vietnam Fund 2
 Asia Value Investment Limited
 Vietnam Ventures Ltd
 Siglap Limited
 Lotus-Mekong River Equity Fund
 Vietnam Enterprise Ltd
 Templeton Developing Markets Trust

Cổ đông lớn nhất của DHG hiện đang là Tổng công ty đầu tư và kinh doanh vốn nhà nước (SCIC) với 43.3% vốn cổ phần. Đây cũng là cổ đông sáng lập đồng hành cùng DHG từ khi tiến hành cổ phần hóa năm 2004 cho đến nay và luôn ủng hộ các quyết sách chiến lược của DHG một cách tích cực. Đặc biệt, phía DHG cho biết, trong thời gian gần đây, khi những vấn đề về hiệu quả sử dụng vốn của SCIC đang thu hút được sự chú ý của dư luận, **SCIC đang tăng cường việc tham gia sâu hơn vào công tác quản trị, điều hành doanh nghiệp.**

DHG đang là một trong những doanh nghiệp lớn nhất, là mũi nhọn chủ lực của thành phố Cần Thơ và đóng góp không nhỏ cho ngân sách thành phố các năm qua. Do đó, với hoạt động minh bạch hiệu quả và việc thực hiện các công tác xã hội được chú trọng, **DHG luôn nhận được hỗ trợ, chỉ đạo, tạo điều kiện thuận lợi của UBND Tp. Cần Thơ, Sở y tế Cần Thơ và các cơ quan ban ngành liên quan.**

DHG cũng tạo được mối quan hệ tốt với các cơ quan quản lý cấp nhà nước như Bộ Y tế - Cục quản lý dược..... giúp doanh nghiệp kịp thời nắm bắt các chính sách mới cũng như có được những số liệu thống kê khá chính xác và bao quát được thị trường dược phẩm Việt Nam, từ đó xây dựng các chiến lược kinh doanh của mình.

Là doanh nghiệp đầu ngành tại Việt Nam, DHG là đơn vị được Chính phủ và Bộ Y tế đặt kỳ vọng lớn cũng như hỗ trợ tích cực trong việc góp phần bình ổn giá thuốc trong nước và phấn đấu thực hiện chủ trương đưa giá trị thuốc sản xuất trong nước chiếm 70% thị phần.

Một trong những chiến lược trọng tâm của DHG trong giai đoạn 2013 - 2018 là thu hút đầu tư của nước ngoài, tìm kiếm đối tác phù hợp để hợp tác gia công, liên doanh liên kết nhằm học hỏi kinh nghiệm, trình độ quản lý, công nghệ sản xuất. Trao đổi với chúng tôi, DHG cho biết, khó khăn lớn nhất của DHG trong chiến lược này là việc chưa chọn được đối tác thích hợp.

→ **Mối quan hệ tốt với các cấp chính quyền trung ương và địa phương là một lợi thế cạnh tranh đáng kể của DHG so với các doanh nghiệp khác.** DHG cũng đang nhận được sự ủng hộ toàn diện của SCIC và các cổ đông là tổ chức đầu tư tài chính lớn. Tuy nhiên, nhu cầu lớn nhất của DHG hiện nay là việc kêu gọi các đối tác đầu tư chiến lược cùng ngành để có thể học hỏi và nâng DHG lên một tầm cao mới.

ĐÁNH GIÁ TIỀM NĂNG ĐẦU TƯ CỔ PHIẾU DHG THEO MÔ HÌNH CANSIM

| MÔ HÌNH | C | A | N | S | L | I | M |
|---------|---|---|---|---|---|---|---|
|---------|---|---|---|---|---|---|---|

M: Market Direction (định hướng thị trường).

Yếu tố thị trường là rất quan trọng bởi nó ảnh hưởng mạnh mẽ đến giá cổ phiếu. Khi hàng loạt các cổ phiếu cùng ngành trên thị trường bị mất giá, thì giá cổ phiếu của công ty mà bạn lựa chọn chắc chắn cũng sẽ sụt giảm theo. Ngược lại, nếu giá cổ phiếu của các công ty này tăng theo sự phát triển của thị trường thì cổ phiếu bạn mua vào cũng được “ăn theo” những chỉ số tích cực đó. Do đó, William nhấn mạnh đến tầm quan trọng của việc nghiên cứu các đồ thị biến động giá chứng khoán theo ngày, theo tuần và theo tháng trước mỗi quyết định đầu tư.

Để làm rõ chỉ tiêu này, chúng tôi sẽ tiến hành **định giá cổ phiếu DHG** và **phân tích đồ thị kỹ thuật** của cổ phiếu DHG để nhà đầu tư có thể đi đến quyết định đầu tư phù hợp nhất.

Định giá cổ phiếu DHG:

| Phương pháp | Định giá | Tỷ trọng |
|-------------------------|----------------|----------|
| P/B | 49,900 | 10% |
| P/E* | 113,882 | 20% |
| P/S | 54,115 | 10% |
| FCFF | 159,325 | 40% |
| EV/EBITDA | 66,237 | 20% |
| Giá cổ phiếu DHG | 110,155 | đồng/cp |

Để định giá DHG, chúng tôi sử dụng kết hợp các phương pháp định giá khá phổ biến trên thế giới là phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp EV/EBITDA, phương pháp so sánh P/E, P/B, P/S (Vốn hóa/Doanh thu), phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do FCFF. Tổng hợp các phương pháp cho ra kết quả: Giá trị hợp lý của cổ phiếu DHG: **110,155 đồng/cp**.

| Doanh nghiệp | Giá trị DN (triệu USD) | Quốc Tịch | EV/EBITDA 2013 (F) | P/E* (F) | P/B (mrq) | P/S (ttm) | P/S (ttm) |
|--------------------------------------|------------------------|-----------|--------------------|--------------|-------------|-------------|---------------|
| Ajanta Pharma | 348 | Ấn Độ | 6.78 | 13.36 | 5.22 | 2.21 | 37.97% |
| Sogo Medical | 330 | Nhật bản | 3.26 | 10.03 | 1.35 | 0.33 | 9.86% |
| Kissei Pharmaceutical | 615 | Nhật Bản | 5.91 | 17.77 | 0.79 | 1.64 | 6.30% |
| Mayne Pharma Group | 289 | Australia | 6.73 | 44.62 | 2.95 | 2.54 | 0.00% |
| Australian Pharmaceutical Industries | 342 | Australia | 4.73 | 9.30 | 0.39 | 0.07 | 0.00% |
| Kwang Dong Pharmaceutical | 314 | Hàn Quốc | 7.01 | 13.09 | 1.31 | 1.05 | 9.22% |
| Eu Yan Sang International | 303 | Singapore | 7.62 | 19.74 | 2.47 | 1.07 | 3.71% |
| Ain Pharmaciez | 662 | Nhật Bản | 3.75 | 10.59 | 1.71 | 0.42 | 24.57% |
| Bình quân | | | 5.50 | 13.44 | 1.88 | 1.12 | 12.69% |

Các doanh nghiệp trên được lựa chọn theo tiêu chí:

- ✓ Có quy mô vốn hóa thị trường xấp xỉ với DHG (334 triệu USD)
- ✓ Cùng là các doanh nghiệp được Châu Á
- ✓ Có hoạt động tương đồng với DHG.

(*) Chúng tôi tiến hành điều chỉnh mức P/E bình quân bằng cách loại bỏ mức P/E đột biến của Mayne Pharma Group và tính bình quân có trọng số các chỉ số P/E còn lại theo mức vốn hóa thị trường.

Cụ thể các phương pháp như sau

Định giá theo phương pháp EV/EBITDA: 66,237 đồng/cp.

- ✓ EBITDA 2013 của DHG : 787 tỷ đồng (DAS dự phóng)

- ✓ Chỉ số EV/EBITDA bình quân: **5.5**

Định giá theo phương pháp so sánh P/B: 49,900 đồng/cp.

- ✓ Book value quý gần nhất của DHG: 26,499 đồng/cp.

- ✓ Chỉ số P/B bình quân : **1.88**

Định giá theo phương pháp so sánh P/E: 113,882 đồng/cp.

- ✓ EPS 2013 của DHG: 8,472 đồng/cp

- ✓ Chỉ số P/E bình quân (đã điều chỉnh*): **13.44**

Định giá theo phương pháp so sánh P/S: 54,115 đồng/cp.

- ✓ Doanh thu thuần 12 tháng gần nhất của DHG: 3,169 tỷ đồng

- ✓ Chỉ số P/S bình quân: **1.12**

Ghi chú: Chỉ số P/S là tỷ số giữa Mức vốn hóa thị trường của doanh nghiệp và Doanh thu trượt 12 tháng liên tiếp. (Market Cap/Sales)

ĐÁNH GIÁ TIỀM NĂNG ĐẦU TƯ CỔ PHIẾU DHG THEO MÔ HÌNH CANSIM

| MÔ HÌNH | C | A | N | S | L | I | M |
|---------|---|---|---|---|---|---|---|
|---------|---|---|---|---|---|---|---|

Phương pháp **Định giá** **Tỷ trọng** **Định giá theo phương pháp FCFF:** **159,325 đồng/cp.**

| | | | | |
|-------------------------|----------------|----------------|---|---|
| P/B | 49,900 | 10% | ✓ | Các cơ sở của phương pháp định giá FCFF (Free Cash Flow to Firm) |
| P/E* | 113,882 | 20% | | |
| P/S | 54,115 | 10% | | |
| FCFF | 159,325 | 40% | | |
| EV/EBITDA | 66,237 | 20% | | |
| Giá cổ phiếu DHG | 110,155 | đồng/cp | ✓ | Mức thuế suất thuế TNDN giai đoạn 2014 - 2017 là 0%, giai đoạn 2018 - 2026 là 5%, giai đoạn 2027 - 2028 là 10%. |

Các thông số khác**WACC 10.5%**

| | |
|-----------------|-------|
| Thuế suất | 20% |
| Tỷ trọng Nợ vay | 0% |
| Tỷ trọng VCSH | 100% |
| Chi phí VCSH | 10.5% |
| Chi phí nợ | 10% |

Mô hình CAPM

| | |
|-----------------------------------|-------|
| Chi phí sử dụng vốn CSH (r_c) | 10.5% |
| Lãi suất phi rủi ro (r_f) | 9% |
| Hệ số Beta | 0.5 |
| Suất sinh lời kỳ vọng (r_M) | 12% |

- ✓ Lợi nhuận trước thuế tăng trưởng ổn định 16% trong giai đoạn 2014 - 2017, sau đó giảm dần 2%/năm cho đến mức cân bằng 3% từ năm 2024 trở về sau.
- ✓ Giả định sau khi kết thúc đầu tư hoàn chỉnh 750 tỷ đồng vào dự án nhà máy mới năm 2016, từ năm 2017, DHG sẽ tiến hành đầu tư thêm vào TSCĐ với mức tăng tương ứng với tốc độ tăng trưởng doanh thu.
- ✓ Chi phí khấu hao các năm sẽ bao gồm 2 phần: 10% mức đầu tư TSCĐ của năm đó và 50 tỷ đồng khấu hao theo đường thẳng của dự án nhà máy mới trong 15 năm.

| Chỉ tiêu | 2013 (F) | 2014 (F) | 2015 (F) | 2016 (F) | 2017 (F) | 2018 (F) | 2022 (F) | 2026 (F) | 2028 (F) |
|-----------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| EAT | 554 | 580 | 673 | 780 | 905 | 1,081 | 1,524 | 1,732 | 1,921 |
| Khấu hao | 74 | 86 | 65 | 68 | 72 | 76 | 99 | 128 | 144 |
| Thay đổi vốn lưu động | 160 | 307 | 378 | 465 | 571 | 625 | 585 | 587 | 741 |
| Đầu tư XDCB | 237 | 359 | 154 | 185 | 222 | 264 | 486 | 778 | 941 |
| FCFF | 551 | 598 | 699 | 800 | 901 | 1,001 | 1,405 | 1,808 | 2,010 |
| FCFF chiết khấu về hiện tại | 498 | 503 | 713 | 757 | 805 | 834 | 634 | 412 | 378 |

| | | | |
|---------------------------------|------------|---|---|
| Hiện giá của dòng tiền 15 năm | 9,699 | ✓ | Dòng tiền từ thay đổi vốn lưu động được xây dựng dựa trên mức tăng trưởng của Tài sản ngắn hạn và Nợ ngắn hạn qua các năm. |
| Tiền và đầu tư ngắn hạn | 756 | | |
| Vay nợ | 24 | | |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số | 16 | ✓ | Mức tăng trưởng giả định của Tài sản ngắn hạn là 22% và giảm dần về mức ổn định 9% từ năm 2024 trở đi (đã bao gồm mức lạm phát dự kiến ổn định ở 6%/năm). |
| Giá trị của vốn chủ sở hữu | 10,414 | | |
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành | 65,366,299 | | |
| Giá trị một cổ phiếu (đ/cp) | 159,325 | | |

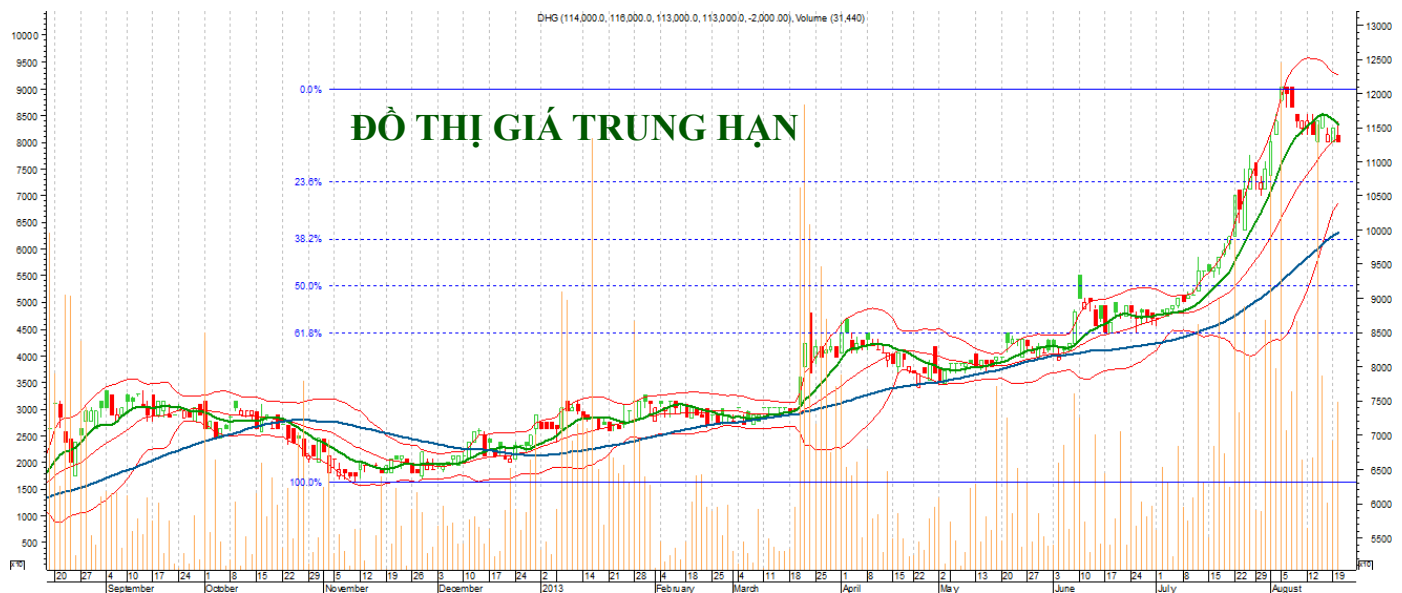
(Nguồn: DAS tổng hợp)

- ✓ Chi phí sử dụng Vốn chủ sở hữu được tính bằng phương pháp xác định chi phí vốn bằng mô hình CAPM với các giả định như bảng bên cạnh.

➔ Sau khi cân nhắc đánh giá mức độ tin cậy của các phương pháp định giá nêu trên, chúng tôi phân bổ tỷ trọng của các phương pháp như bảng bên. Trong đó phương pháp FCFF có tỷ trọng cao nhất (40%) do được xây dựng dựa trên các yếu tố nội tại của doanh nghiệp. Phương pháp so sánh EV/EBITDA và P/E cùng có trọng số 20%. Các phương pháp so sánh P/B, P/S được dùng tham khảo để cho thấy sự khác biệt giữa thị trường các nước nên chỉ chiếm tỷ trọng thấp (10%).

ĐÁNH GIÁ TIỀM NĂNG ĐẦU TƯ CỔ PHIẾU DHG THEO MÔ HÌNH CANSLIM

| MÔ HÌNH | C | A | N | S | L | I | M |
|---------|---|---|---|---|---|---|---|
|---------|---|---|---|---|---|---|---|

Phân tích kỹ thuật cổ phiếu DHG:

- ✓ Sau khi liên tục xuyên phá các ngưỡng kháng cự mạnh tại vùng giá các 85.0 và 100.0 trong một thời gian ngắn, giá cổ phiếu DHG đang có xu hướng tích lũy đi ngang tại vùng giá 110.0 - 115.0 hiện tại, tương ứng với Fibonacci 23.6% trong ngắn hạn (18/06/2013 - 06/08/2013), khá gần với mức định giá **110,115 đồng** của chúng tôi.
- ✓ Để đạt được trạng thái cân bằng ổn định trong trung hạn, giá cổ phiếu DHG cần tích lũy tại các vùng giá thấp hơn, cụ thể là tại vùng giá 105.0 - 110.0, tương ứng với tương ứng với Fibonacci 23.6% trong trung hạn (09/11/2012 - 06/08/2013) và tại vùng hỗ trợ mạnh 97.0 - 102.0 tương ứng với Fibonacci 38.2%.
- ✓ Giá cổ phiếu DHG, sau một thời gian bám sát đường Top Line của Bolinger Bands, đang có xu hướng điều chỉnh giảm để kiểm tra lại đường Middle Line của Bolinger Bands trong thời gian sắp tới.

➔ Sau khi tăng mạnh trong một thời gian ngắn, giá cổ phiếu DHG buộc phải có sự điều chỉnh về các vùng giá hỗ trợ thấp hơn để có thể tích lũy và thiết lập mặt bằng giá mới. Vùng giá tích lũy này, theo quan điểm của chúng tôi, sẽ dao động trong biên độ hẹp 105.0 - 110.0 trong ngắn hạn và hướng đến mức ổn định trong vùng 97.0 - 102.0 trong trung và dài hạn. Do đó, nhà đầu tư trung và dài hạn có thể xem xét cơ cấu lại tỷ trọng cổ phiếu DHG trong danh mục tại vùng giá trên, đặc biệt là khi giá điều chỉnh xuống dưới mức định giá 110,115 đồng của chúng tôi.

TỔ CHỨC THỰC HIỆN BÁO CÁO

Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đông Á (gọi tắt là DAS) là thành viên của Tập đoàn tài chính Ngân hàng Đông Á, hiện là một trong các định chế tài chính lớn nhất Việt Nam. DAS cũng là một thành viên chính thức của thị trường chứng khoán Việt Nam, và đang đi đầu trong một số dịch vụ tài chính có công nghệ cao. DAS hiện là cổ đông lớn của nhiều công ty, và là chủ sở hữu của Công ty quản lý Quỹ đầu tư Đông Á. Công ty hiện có 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

Hệ thống chi nhánh

Trụ sở chính:

Địa chỉ: 56-68 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, TP.HCM

Điện thoại: (848) 38218.666

Fax: (848) 38218.713

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: 181 Nguyễn Lương Bằng, Quận Đống Đa, Hà Nội.

Điện thoại: (844) 3944.5175

Fax: (844) 3944.5178

Chi nhánh Chợ Lớn:

Địa chỉ: 110C Ngô Quyền, Phường 8, Quận 5, TP.HCM

Điện thoại: (848) 3853.9623

Fax: (848) 3853.9624

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này chỉ nhằm cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như nhà đầu tư cá nhân và không hàm ý đưa ra lời khuyên chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào. Các quan điểm và nhận định trình bày trong báo cáo không tính đến sự khác biệt về mục tiêu và chiến lược cụ thể của từng nhà đầu tư. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của mình. Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đông Á (DAS) tuyệt đối không chịu trách nhiệm bất kỳ thiệt hại nào liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin của báo cáo này.

Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo là quan điểm cá nhân của cá nhân người viết mà không đại diện cho quan điểm của DAS và có thể thay đổi mà không cần báo trước.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được DAS thu thập từ nguồn đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Tuy nhiên, DAS không đảm bảo độ chính xác thông tin này.

Báo cáo này là tài sản và được giữ bản quyền bởi DAS. Không được phép sao chép, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo vì bất kỳ mục đích gì nếu không có văn bản chấp thuận của DAS. Vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.