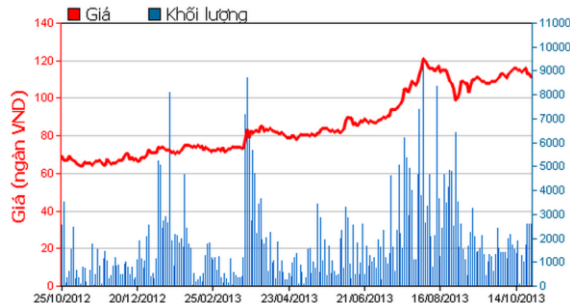


<b>Hoàng Hiếu Tri</b> Chuyên viên phân tích Email: trihh@fpts.com.vn Điện thoại: (84) - 86290 8686 - Ext : 7596	Giá hiện tại	<b>111.000</b>	<div style="display: flex; justify-content: space-between;"> <span>-15%</span> <span>0%</span> <span>-15%</span> </div> <div style="display: flex; justify-content: space-between;"> <span>Bán</span> <span>Giảm</span> <span>Thêm</span> <span>Mua</span> </div> <div style="text-align: center; margin-top: 5px;">             Ngắn hạn  <b>GIẢM</b> </div>
	Giá mục tiêu	<b>100.000</b>	
	Tăng/giảm	<b>-11,0%</b>	
	Tỷ suất cổ tức	<b>5,9%</b>	

**Diễn biến giá cổ phiếu DHG**

**Tóm tắt nội dung**

▪ **Doanh thu thuần hợp nhất 9T/2013 đạt 2.388 tỷ đồng, hoàn thành 74,6% kế hoạch năm. LNST 9 tháng đạt 450.8 tỷ đồng, hoàn thành 76.4% kế hoạch năm. Doanh thu thuần cả năm 2013 ước đạt khoảng 3.442 tỷ đồng (+17,2% so 2012), LNST 2013 ước đạt 610 tỷ đồng (+25,7% so 2012 nhờ khoản lợi nhuận đột biến 127.5 tỷ đồng từ chuyển nhượng nhãn hàng Eugica. Nếu loại trừ khoản thu nhập bất thường này, LNST năm 2013 chỉ đạt 508 tỷ đồng (+4,7% so 2012). EPS 2013 (F) tương ứng ở mức 9,334 đồng/cp.**

Thông tin giao dịch	25/10/2013
Giá hiện tại	111.000
Giá cao nhất 52 tuần (đ/CP)	121.000
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/CP)	64.000
Số lượng CP niêm yết (CP)	65.376.429
Số lượng CP lưu hành (CP)	65.366.299
KLGD BQ 3 tháng (CP/ngày)	25.333
% sở hữu nước ngoài	48,8%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	654
Vốn hóa (tỷ đồng)	7.386

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	CTCP Dược Hậu Giang
Địa chỉ	288 Bis, Nguyễn Văn Cừ, P. An Hòa, Q. Ninh Kiều, Tp. Cần Thơ
Doanh thu chính	Thuốc tự sản xuất, phân phối dược phẩm
Chi phí chính	Nguyên liệu nhập khẩu, chi phí bán hàng, quảng cáo
Lợi thế cạnh tranh	Phân khúc dược phẩm đa dạng, mạng lưới phân phối rộng khắp
Rủi ro chính	Biến động nguyên liệu đầu vào

Danh sách cổ đông	Tỷ lệ (%)
SCIC	43,31%
Franklin Templeton Investment Funds	8,91%
Portal Global Limited	7,20%
CBCNV	3,30%
Cổ đông khác nước ngoài	32,87%
Cổ đông khác trong nước	4,41%

▪ **Dược Hậu Giang tiếp tục giữ vững vị thế dẫn đầu ngành dược nội địa tại Việt Nam trong bối cảnh cạnh tranh khốc liệt với các doanh nghiệp khác cùng ngành và các tập đoàn dược phẩm hàng đầu thế giới. Bằng lợi thế tuyệt đối về hệ thống phân phối rộng khắp 64 tỉnh thành Việt Nam với 12 công ty con – 24 chi nhánh – 68 quầy thuốc tại các bệnh viện – 20.000 khách hàng – gần 1.000 nhân viên bán hàng và chiến lược linh hoạt ở nhiều phân khúc thị trường khác nhau, DHG là minh chứng cụ thể cho việc doanh nghiệp Việt Nam vẫn có thể cạnh tranh sòng phẳng với các doanh nghiệp dược nước ngoài bằng những thế mạnh đặc thù của mình.**

▪ **Chiến lược bán hàng của Dược Hậu Giang vẫn chủ yếu tập trung vào các tỉnh (đặc biệt là vùng Đồng bằng Sông cửu long – Tây Nam bộ) mà ít tập trung vào các thành phố lớn, tuy nhiên, trong thời gian sắp tới, DHG sẽ tập trung nhiều nguồn lực cho hai thị trường trọng điểm mới là TP.HCM và Hà Nội với chiến lược bán hàng riêng nhằm khai thác tiềm năng còn rất lớn của hai thị trường này.**

▪ **Sản phẩm chủ lực của DHG vẫn là các dòng thuốc phổ thông, không đòi hỏi sự phức tạp trong quá trình sản xuất, không cần toa bác sĩ và được sử dụng một cách rộng rãi. Tuy nhiên, DHG đang phát triển thêm các dòng sản phẩm có nguồn gốc tự nhiên như Naturenz, Spiruna, Natto Enzym... nhằm đón đầu thị trường trong xu hướng chuyển dịch từ các sản phẩm tân dược với nhiều tác dụng phụ sang các sản phẩm thân thiện với sức khỏe con người.**

▪ **Dự án nhà máy mới của DHG về cơ bản đã hoàn thành và đang chờ Bộ Y tế cấp giấy phép, dự kiến DHG sẽ nhận được giấy phép sản xuất vào tháng 11/2013 và chính thức vào hoạt động từ quý II/2014. Xen giữa 2 thời điểm này là việc di dời**

toàn bộ dây chuyền sản xuất Non Betalactam và BetaLactam từ nhà máy cũ sang nhà máy mới, dự kiến việc di dời này sẽ khiến việc sản xuất ngừng trệ trong 2 tháng.

- **Mạng lưới phân phối rộng khắp lãnh thổ Việt Nam là thế mạnh** của DHG mà bất cứ tập đoàn dược phẩm nào trên thế giới cũng mong muốn tận dụng và khai thác triệt để. Do đó, DHG vẫn đang trong quá trình tìm kiếm các đối tác chiến lược (cùng ngành dược phẩm) để hợp tác sản xuất, khai thác hiệu quả kênh bán hàng hiện hữu và năng lực sản xuất còn rất lớn của nhà máy mới, đồng thời học hỏi thêm kinh nghiệm để nâng tầm các sản phẩm của DHG.

### Khuyến nghị

Do quy mô lợi nhuận và vốn hóa thị trường của DHG cao hơn cả 9 doanh nghiệp cùng ngành xếp sau cộng lại nên tôi cho rằng việc so sánh DHG với các doanh nghiệp dược trong nước là không phù hợp. Do đó, tôi sẽ tiến hành so sánh DHG với các doanh nghiệp khác trong khu vực và trên thế giới **hoạt động trong cùng ngành sản xuất thuốc Generic** để thực hiện việc định giá một cách khách quan và chính xác nhất. Chỉ số P/E bình quân được điều chỉnh theo quy mô hoạt động (doanh thu thuần) và chiết khấu theo tỷ lệ nhất định phù hợp với rủi ro của từng quốc gia so với Việt Nam là 11.x. Dự án nhà máy mới hoàn thành là một bước tiến đáng kể của DHG trong việc tiếp tục giữ vững vị thế dẫn đầu ở thị trường trong nước và hướng đến thị trường xuất khẩu, tuy nhiên, việc lấp đầy công suất và giữ vững mức tăng trưởng cao hiện nay là một thách thức không nhỏ cho DHG khi áp lực cạnh tranh trong ngành ngày càng lớn và việc các đối thủ ngày càng có nhiều điểm tương đồng với DHG trong công nghệ sản xuất – chất lượng sản phẩm – chiến lược bán hàng...

**Về ngắn hạn**, lợi nhuận sau thuế cả năm 2013 sẽ đạt khoảng 610 tỷ đồng (+25,7% so với năm 2012), tương ứng với EPS forward 2013 là 9.334 VND/cổ phiếu. Hiện tại giá cổ phiếu DHG đang cao hơn giá mục tiêu 11% . Do đó chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư nên **GIẢM** tỷ trọng cổ phiếu này trong danh mục.

EPS 2013 9.334 đồng/cp

P/E	8,7	9,7	10,7	11,7	12,7
Giá DHG	81.464	90.798	100.132	109.466	118.800

### Định giá P/E

Tên Công ty	Quốc gia	DT 2012 (triệu USD)	ROE 2012	P/E	P/E điều chỉnh
CTCP Dược Hậu Giang	Việt Nam	163	28,08%	13,72	10,73
Medical Ikkou Co Ltd	Nhật Bản	575	15,72%	9,34	7,00
Mylan Inc	Mỹ	389	19,10%	13,45	9,05

Granules India Ltd	Ấn Độ	347	11,85%	10,64	9,93
Perrigo Co	Israel	201	18,94%	19,77	15,49
Litha Healthcare Group Ltd	Nam Phi	181	14,94%	29,26	24,38
Actavis plc	Đức	164	2,52%	17,21	11,88
Anuh Pharma Ltd	Ấn Độ	149	16,58%	7,58	7,07
<b>Bình quân theo Doanh thu 2012</b>				<b>13,72</b>	<b>10,73</b>

(Nguồn: Bloomberg, FPTTS tổng hợp)

## Rủi ro đầu tư

### Rủi ro biến động giá nguyên liệu

**Thông tư liên tịch 01/2012/TTLT-BYT-BTC** hướng dẫn đấu thầu mua thuốc trong các cơ sở y tế công lập theo trình tự như sau:

**Bước 1:** Thông tư này phân chia các gói thầu theo nhiều tiêu chuẩn kỹ thuật khác nhau: thuốc theo chuẩn của công ước quốc tế PIC/S (PIC/S-GMP) Châu Âu (EMA), chuẩn của Mỹ (USFDA), chuẩn của WHO (WHO-GMP: chuẩn này do Cục quản lý dược Việt Nam kiểm tra và cấp giấy chứng nhận), thuốc nhượng quyền, thuốc tương đương sinh học, thuốc biệt dược, thuốc đồng dược – dược liệu...

**Bước 2:** Đánh giá năng lực và kinh nghiệm của các nhà thầu theo từng gói tiêu chuẩn, các nhà thầu phải đáp ứng toàn bộ các nội dung theo chuẩn yêu cầu.

**Bước 3:** Đánh giá về mặt kỹ thuật, tức đánh giá về chất lượng và hiệu quả sử dụng của thuốc. Thuốc được đánh giá trên thang điểm 100, đạt 70/100 điểm là đạt yêu cầu.

**Bước 4:** Đánh giá về giá thành sản phẩm theo nguyên tắc chọn thuốc có giá thấp nhất. Ví dụ: cùng một dòng sản phẩm như nhau, thuốc của Trung Quốc nếu rẻ hơn thuốc của Mỹ chỉ 100 đồng cũng sẽ được chọn.

Do Việt Nam chưa phát triển được ngành công nghiệp hóa dược nên các doanh nghiệp dược vẫn phải nhập khẩu hầu hết các nguyên liệu đầu vào. Đây là rủi ro chung của toàn ngành và của cả Dược Hậu Giang khi giá nguyên liệu thế giới biến động khó lường vì nguyên vật liệu chiếm đến 50 – 80% giá vốn. Đi kèm theo đó là rủi ro biến động tỷ giá cũng là một gánh nặng cho doanh nghiệp khi đồng nội tệ chưa thực sự ổn định.

### Rủi ro chính sách

Đây là rủi ro lớn nhất mà ngành dược phẩm Việt Nam đang đối mặt, khi các chính sách của cơ quan quản lý (Bộ Y tế) còn nhiều mâu thuẫn. Nổi trội là: **1)** Việc quản lý giá bán thuốc của các doanh nghiệp (do thuốc được xếp vào nhóm mặt hàng thiết yếu) khiến các doanh nghiệp không thể linh động điều chỉnh giá bán khi giá nguyên liệu đầu vào biến động mạnh. **2)** Chỉ thị 01 Bộ Y tế đẩy các doanh nghiệp dược trong nước vào thế tiến thoái lưỡng nan khi khó cạnh tranh với thuốc giá rẻ từ Trung Quốc, Ấn Độ...

## Phân tích hoạt động kinh doanh

### Vị thế Dược Hậu Giang

CTCP Dược Hậu Giang là doanh nghiệp sản xuất dược phẩm nội địa lớn nhất Việt Nam hiện nay cả về thị phần lẫn quy mô doanh thu và lợi nhuận. DHG cũng là doanh nghiệp duy nhất lọt vào top 10 doanh nghiệp dược phẩm lớn nhất Việt Nam cùng các tập đoàn dược phẩm khổng lồ của thế giới như GSK, Sanofi – Aventis, Novartis, Pfizer... khi chiếm 5% tổng giá trị tiền sử dụng thuốc tại Việt Nam năm 2012.

DHG tạo ra sự khác biệt so với các đối thủ cạnh tranh khác nhờ hệ thống mạng lưới phân phối rộng khắp lãnh thổ Việt Nam, len lỏi đến tận tuyến huyện, tuyến xã và các địa bàn vùng nông thôn, vùng sâu vùng xa, đặc biệt là khu vực Đồng bằng Sông Cửu Long. Các sản phẩm của DHG đa dạng về chủng loại, mẫu mã, giá cả, đáp ứng

được nhiều phân khúc thị trường khác nhau, đảm bảo nhu cầu chữa bệnh của nhiều tầng lớp nhân dân.

### Các sản phẩm chủ lực

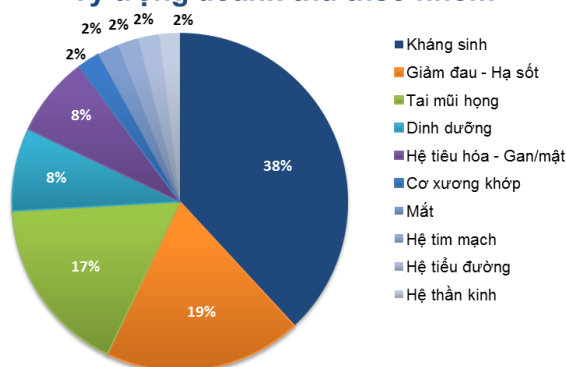
Nhìn chung các sản phẩm của DHG chủ yếu là các dòng thuốc phổ thông được sử dụng khá rộng rãi, phù hợp với các bệnh thông thường ở Việt Nam. Các sản phẩm thuộc nhóm không cần kê toa của bác sĩ, do đó rất phù hợp với thói quen sử dụng thuốc không qua tư vấn của bác sĩ của người Việt Nam. Đây là các dòng thuốc có công thức hóa học đơn giản, thành phần chỉ từ 1-2 hoạt chất chính khá thông dụng kết hợp với các loại tá dược để cho ra nhiều dạng sản phẩm khác nhau với cùng công dụng, không đòi hỏi nhiều chi phí cho quá trình nghiên cứu cũng như đầu tư dây chuyền công nghệ sản xuất, do đó có thể nhanh chóng được sản xuất với số lượng lớn.

DHG hoạch định chiến lược sản phẩm theo hướng đầu tư mạnh về thương hiệu cho nhóm 11 sản phẩm chủ lực với nhiều chương trình hội thảo, tổ chức nhiều sự kiện nhằm giới thiệu sản phẩm, tăng mức độ nhận biết của người tiêu dùng. Nhóm 11 sản phẩm này đang chiếm khoảng 48.6% tổng doanh thu với tốc độ tăng trưởng trên 15% so với năm 2012. Trong đó 3 nhãn hàng chính là Hapacol (giảm đau – hạ sốt), Klamentin – Haginat (Kháng sinh) đóng góp hơn 35% tổng doanh thu với tốc độ tăng trưởng ổn định hơn 20%/năm.

### Nguồn nguyên liệu đầu vào

Nguồn nguyên liệu đầu chiếm đến 50% - 80% giá vốn của ngành dược nói chung và DHG nói riêng, đây cũng là thế mạnh cạnh tranh của DHG so với nhiều doanh nghiệp dược cùng chung phân khúc trong nước do: **1)** Lợi thế từ việc chào mua nguyên liệu với số lượng lớn đi kèm nhiều khoản chiết khấu mua hàng cùng nhiều điều khoản ưu đãi khác giúp giá nguyên liệu của DHG thấp hơn đáng kể so với các doanh nghiệp có quy mô nhỏ hơn. **2)** Nguồn tiền mặt dồi dào giúp kỳ thanh toán tiền mua hàng bình quân của DHG được duy trì ổn định từ 15 – 20 ngày, góp phần xây dựng củng cố uy tín với các đối tác và tạo nhiều thuận lợi cho các hợp đồng mua bán nguyên liệu về sau. **3)** Sự linh hoạt chủ động của Phòng cung ứng nguyên liệu giúp DHG có được nguyên liệu từ nhiều nguồn khác nhau (Châu Âu, Mỹ, Thổ Nhĩ Kỳ, Trung Quốc, Ấn Độ, Pakistan...) với giá tốt nhất, đồng thời giảm thiểu rủi ro phụ thuộc vào một số đối tác lớn. **4)** Nguồn nguyên liệu đa dạng với nhiều mức giá khác nhau giúp DHG linh hoạt trong việc cân đối tỷ lệ giá thành sản xuất/doanh thu theo từng dòng sản phẩm, giúp duy trì biên lợi nhuận gộp của dòng sản phẩm tự sản xuất ổn định ở mức 52 – 55%/năm.

**Tỷ trọng doanh thu theo nhóm**



### Trình độ công nghệ

DHG đang sử dụng các quy trình sản xuất theo các tiêu chuẩn WHO GMP/GLP/GSP (do Cục quản lý Dược Việt Nam thẩm định và chứng nhận).

**Hệ thống máy móc dây chuyền sản xuất tại nhà máy cũ** được nhập khẩu từ nhiều nước khác nhau như (Mỹ, Đức, Nhật, Anh, Đài Loan, Ấn Độ, Trung Quốc, Hàn Quốc...) và đã khấu hao hơn 49,5%.

**Hệ thống máy móc thiết bị của nhà máy mới** hiện được nhập chủ yếu từ Mỹ và Đức đối với các dây chuyền sản xuất chính, các dây chuyền sản xuất phụ - nhóm hỗ trợ được nhập chủ yếu từ Hàn Quốc với tổng giá trị đầu tư hơn 142 tỷ đồng.

**DHG đang triển khai hệ thống phần mềm ở các bệnh viện, nhà thuốc GPP** nhằm quản lý hiệu quả hoạt động bán hàng, quản trị hàng tồn kho; thực hiện báo cáo tài chính trên ERP tại công ty mẹ và các công ty con nhằm nâng cao hiệu quả quản lý trên toàn hệ thống. DHG cũng đang hợp tác với FPT triển khai thử nghiệm hình thức bán hàng trên máy PDA tại chi nhánh Tp.HCM và Đồng Nai.

### Năng lực sản xuất

Năng lực sản xuất với quy mô lớn đang là thế mạnh vượt trội của DHG so với các đối thủ còn lại trên thị trường với tổng công suất hơn 4,5 tỷ đơn vị sản phẩm/năm. Hệ thống sản xuất hiện tại bao gồm 5 xưởng sản xuất chính với các nhóm mặt hàng khác nhau.

Dự án nhà máy mới với tổng chi phí đầu tư ước tính lên đến 750 tỷ đồng (trong đó khoảng 150 tỷ đồng được đầu tư cho hệ thống máy móc thiết bị, dự kiến sẽ nâng tổng công suất của DHG lên mức 9 tỷ đơn vị sản phẩm, gấp đôi công suất hiện tại. Toàn bộ dây chuyền sản xuất từ Xưởng 1, Xưởng 2, và Xưởng 5 (sản xuất sản phẩm dạng rắn thuộc dòng Betalactam và Non Betalactam) sẽ được chuyển sang nhà máy mới. Nhà máy cũ hiện tại sẽ được bố trí các dây chuyền sản xuất thực phẩm chức năng và các sản phẩm có nguồn gốc dược liệu. Xưởng 3 và Xưởng 4 sẽ tiếp tục hoạt động tại nhà máy cũ.

Theo đánh giá của tôi, việc nâng tổng công suất lên mức gấp đôi hiện tại sẽ giúp DHG giải quyết về ngắn hạn tình trạng chạy hết công suất của các nhà máy hiện có. Tuy nhiên, **về dài hạn, việc lấp đầy công suất 9 tỷ đvsp của nhà máy mới là thách thức không nhỏ cho DHG** khi: **1)** Tăng trưởng doanh thu của DHG trong năm 2013 chủ yếu đến từ việc cơ cấu lại các nhóm ngành hàng sản phẩm theo hướng tập trung cho các sản phẩm có biên



lợi nhuận cao khi thị trường đang bão hòa các loại thuốc phổ thông với giá trị lợi nhuận thấp. 2) Các doanh nghiệp ngành dược khác đều có những dự án đầu tư nhà máy tương tự - cùng sản xuất ra dòng sản phẩm tương tự, do đó, việc tìm kiếm các hợp đồng gia công trong ngắn hạn để lấp đầy công suất là không dễ dàng. 3) Dự án nhà máy mới của DHG được xây dựng theo tiêu chuẩn GMP – WHO (do Cục quản lý Dược Việt Nam đánh giá và chứng nhận), do đó, việc hướng đến các thị trường xuất khẩu lớn đòi hỏi DHG phải tiến hành nghiên cứu và nâng cấp các hệ thống tiêu chuẩn cao hơn như GMP – EU, EMEA, PIC/S... nhằm nâng cao chất lượng sản phẩm hiện tại.

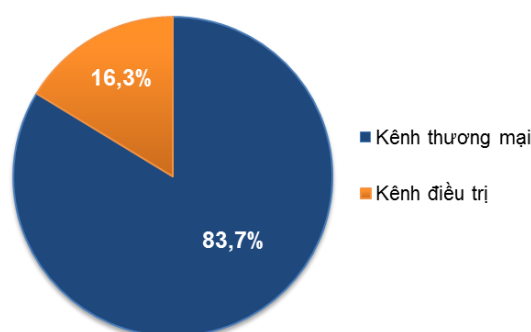
(Nguồn: FPTS tổng hợp)

Các nhà máy sản xuất chính	Sản phẩm sản xuất	Công suất thiết kế	Công suất hiện tại
Xưởng 1	Thuốc dạng rắn Non Betalactam	<b>3,6 tỷ đvsp</b>	100%
Xưởng 5	Đóng gói thuốc dạng rắn Non Betalactam		100%
Xưởng 2	Thuốc dạng rắn Betalactam	<b>600 triệu đvsp</b>	100%
Xưởng 3	Thuốc dạng lỏng Betalactam	<b>45 triệu đvsp</b>	100%
Xưởng 4	Viên nang mềm	<b>400 triệu đvsp</b>	100%
Nhà máy mới	Thuốc Betalactam và Non Betalactam	<b>4 tỷ đvsp</b>	n/a
<b>Tổng sản lượng</b>		<b>9.05 tỷ đvsp</b>	

### Thị trường tiêu thụ và các kênh bán hàng

**Đây là thế mạnh tuyệt đối của DHG so với các doanh nghiệp dược phẩm còn lại ở Việt Nam.** Hệ thống bán hàng của DHG phủ rộng khắp 64 tỉnh thành phố trên cả nước với 12 công ty con – 24 chi nhánh – 68 quầy thuốc tại bệnh viện phục vụ hơn 20.000 khách hàng là các đại lý, nhà phân phối lớn ở 6 khu vực chính: Miền Bắc, Miền Trung, Đông Nam Bộ, Mekong 1 và Mekong 2. Số lượng nhân viên bán hàng (trình dược viên) hiện tại của DHG lên đến 946 người, bình quân mỗi trình dược viên của DHG phục vụ hơn 93.000 người dân Việt Nam. Các kênh bán hàng của DHG khá đa dạng, từ quầy thuốc tại các bệnh viện lớn đến các hiệu thuốc nhỏ tại các vùng nông thôn, tuy nhiên, kênh thương mại vẫn là định hướng chủ đạo của DHG trong suốt quá trình phát triển khi chiếm đến 84% cơ cấu doanh thu qua các năm.

Doanh thu theo kênh bán hàng năm 2012



**Thị trường chiến lược của DHG chủ yếu tập trung vào khu vực Đồng bằng Sông Cửu Long** (Mekong 1 và Mekong 2) khi đây là khu vực đầu tiên mà DHG tiến hành chuyển đổi hầu hết các chi nhánh sang loại hình công ty TNHH MTV để chủ động linh hoạt trong công tác quản trị và bán hàng. Cụ thể: TOT Pharma

(Cần Thơ), TG Pharma (Tiền Giang), AG Pharma (An Giang), ST Pharma (Sóc Trăng), DT Pharma (Đồng Tháp), CM Pharma (Cà Mau), VL Pharma (Vĩnh Long), HT Pharma (Kiên Giang), BT Pharma (Bến Tre). Theo đánh giá của tôi, động thái này chứng minh thị trường tại vùng Đồng bằng Sông Cửu Long vẫn sẽ là địa bàn trọng điểm của DHG trong các năm sắp tới, do cư dân tại vùng này vẫn sử dụng thuốc theo thói quen và theo tư vấn của dược sĩ tại các nhà thuốc mà không qua tư vấn của các bác sĩ, vì vậy khá phù hợp với các dòng thuốc phổ thông của DHG hiện nay (trị các bệnh phổ biến như đau đầu, ho, cảm cúm, sốt, dị ứng...). Tuy nhiên, việc thành lập hệ thống các công ty con với cơ cấu tổ chức ngày càng mở rộng sẽ đi đôi với các áp lực lên việc quản trị và quản lý rủi ro hệ thống của DHG trong thời gian tới.

### Các dự án đang đầu tư

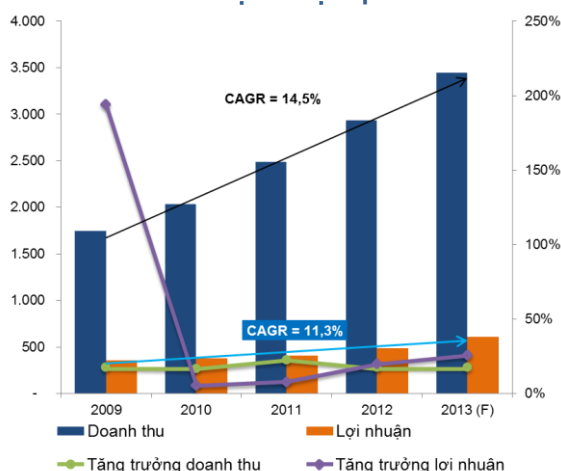
Dự án đầu tư nhà máy mới của DHG đã hoàn thành các hạng mục cơ bản trong năm 2013, tổng giá trị đã giải ngân cho dự án đến hết năm 2013 ước tính khoảng 415 tỷ đồng (55% tổng vốn đầu tư cho toàn dự án). Hợp đồng mua sắm các dây chuyền thiết bị máy móc đã được ký kết và sẽ tập kết về Việt Nam trong quý IV/2013. Phần vốn đầu tư còn lại hơn 335 tỷ đồng sẽ giải ngân từng phần theo công suất hoạt động của nhà máy mới trong năm 2014. Trong quý 9T/2013, DHG đã sử dụng một phần tiền nhàn rỗi từ dự án này để gửi có kỳ hạn tại ngân hàng, số dư khoản tiền gửi này đến cuối quý III/2013 là 220 tỷ đồng, ước tính sẽ đóng góp hơn 3,6 tỷ đồng vào doanh thu tài chính trong quý IV/2013.

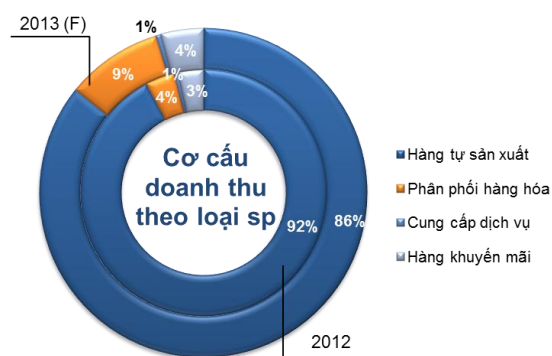
### Phân tích tài chính

#### Tình hình hoạt động

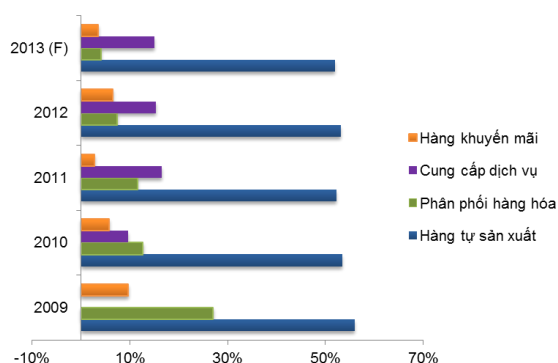
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2010	2011	2012	2013 (F)
Doanh thu thuần	2.035	2.491	2.931	3.442
Hàng bán bị trả lại	17,7	19,6	17,6	15,3
Giá vốn hàng bán	1.016	1.282	1.487	1.894
Lợi nhuận gộp	1.019	1.209	1.444	1.548
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	50,1%	48,5%	49,3%	45,0%
Chi phí tài chính	0,2%	0,3%	0,2%	0,2%
Chi phí bán hàng	23,8%	22,4%	24,2%	20,0%
Chi phí quản lý DN	6,6%	7,4%	7,4%	8,0%
Lợi nhuận sau thuế	376,3	405,5	485,7	610,2
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	18,5%	16,3%	16,6%	17,7%
EPS	14.234	6.382	7.443	9.334
ROA	20,7%	20,3%	20,4%	21,8%
ROE	29,4%	29,4%	28,8%	28,5%

**Doanh thu và lợi nhuận qua các năm**

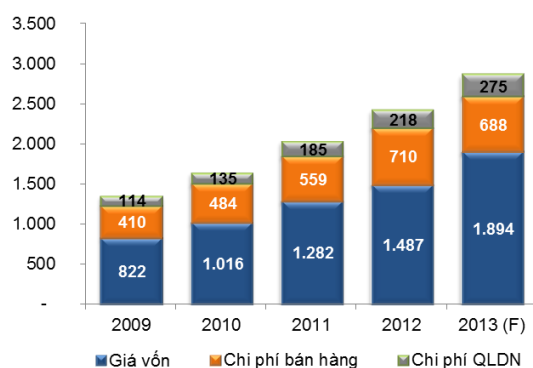




**Biên lãi gộp theo hoạt động**

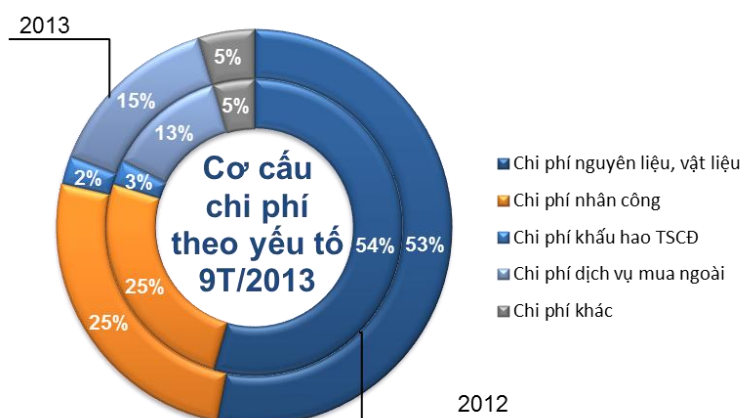


**Cơ cấu chi phí theo mảng hoạt động**



**Doanh thu và lợi nhuận:** Trong giai đoạn 2009 – 2013F, doanh thu của DHG đạt tốc độ tăng trưởng bình quân 14,5%/năm. Đây là mức tăng trưởng xấp xỉ với mức bình quân 15% của ngành. Nhóm sản phẩm tự sản xuất và nhóm sản phẩm xuất khẩu có biên lãi gộp cao nhất (52% - 56%), nhóm cung cấp dịch vụ du lịch ổn định ở mức 15%, nhóm hàng hóa phân phối và khuyến mãi có biên lãi gộp khá thấp (4% - 7%) nhưng DHG vẫn duy trì nhằm đảm bảo các yêu cầu về danh mục thuốc đầu thầu và kích thích doanh thu. **Lợi nhuận ròng** của DHG tăng trưởng bình quân 11,3% trong giai đoạn 2009 – 2013F, trong đó, mức tăng trưởng của 3 năm gần nhất ở mức 14,6%/năm. Doanh thu thuần cả năm 2013 của DHG nhiều khả năng sẽ đạt mức 3.422 tỷ đồng, trong đó doanh thu thuần quý IV/2013 ước đạt hơn 1.034 tỷ đồng (+14% so cùng kỳ năm 2013) do quý IV là mùa cao điểm trong bán hàng và thu hồi công nợ trong năm của DHG.

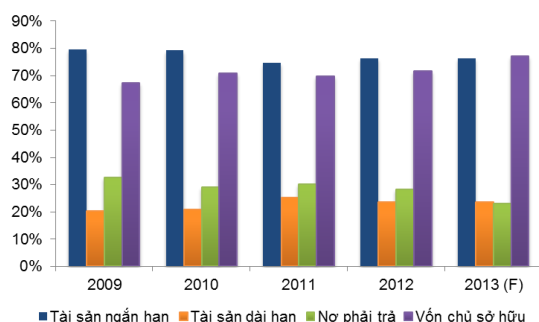
**Cơ cấu chi phí và giá vốn:** Chi phí nguyên vật liệu đầu vào năm 9T/2013 chiếm 53% tổng chi phí, giảm 1% so cùng kỳ năm 2012; chi phí nhân công vẫn giữ ổn định ở mức 25% tổng chi phí. Đáng chú ý, chi phí bán hàng trong kỳ tăng 2% lên mức 15% tổng chi phí do DHG đẩy mạnh các hoạt động quảng cáo trên phương tiện truyền thông, thực hiện nhiều chương trình khuyến mãi – giới thiệu sản phẩm, tổ chức hội nghị khách hàng...



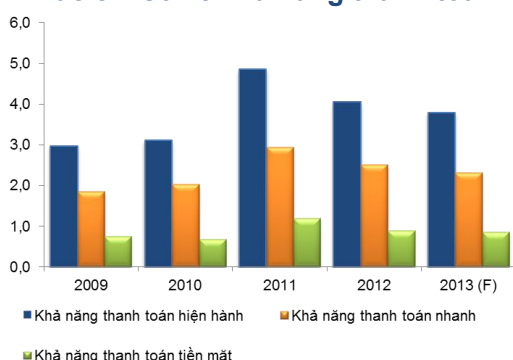


## Tình hình tài chính

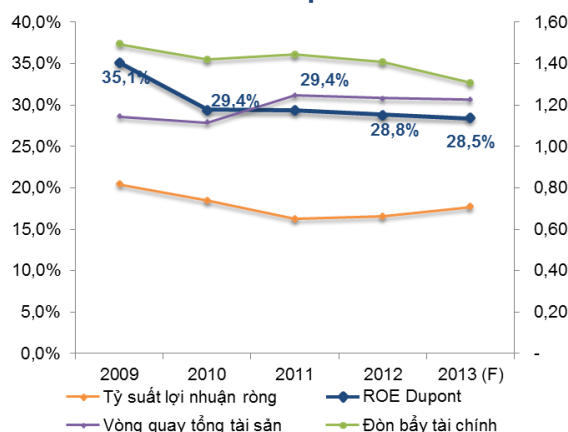
### Cơ cấu Tài sản – Nguồn vốn qua các năm



### Các chỉ số về khả năng thanh toán



### ROE Dupont



### Cơ cấu tài sản và nguồn vốn :

**Tổng tài sản** của DHG tính đến hết 30/9/2013 là 2,778 tỷ đồng, trong đó tài sản ngắn hạn chiếm 74,2%. Trong quý III và quý IV/2013, DHG chủ động tăng mạnh lượng hàng tồn kho (+45% so cùng kỳ 2012) nhằm đảm bảo khả năng cung ứng hàng hóa ra thị trường trong khoảng thời gian 2 tháng di dời các dây chuyền sản xuất chính từ nhà máy cũ sang nhà máy mới vào cuối năm 2013.

**Cơ cấu nguồn vốn** của DHG đang có xu hướng thiên về Vốn chủ sở hữu với tỷ trọng ổn định ở mức 70 - 72%. DHG cũng chủ trương không vay nợ ngân hàng mà chủ yếu sử dụng nguồn vốn tự có của doanh nghiệp nhằm giảm thiểu các chi phí tài chính phát sinh và hạn chế rủi ro biến động lãi suất. Khoản vay nợ gần 25 tỷ đồng hiện có của DHG là vay từ nhân viên trong tập đoàn với lãi suất từ 0.42% - 0.9%/tháng.

**Các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả sinh lời** cho thấy dù DHG vẫn duy trì được mức tăng trưởng lợi nhuận qua các năm (+2,9%/năm) nhưng ROE lại có xu hướng giảm. Nguyên nhân chính là do: **1)** Vòng quay tổng tài sản giảm xuống do quy mô doanh nghiệp ngày càng tăng. Trong 3 năm từ 2010 – 2012, tổng tài sản của DHG tăng hơn 30% trong khi tăng trưởng lợi nhuận chỉ đạt 27,5%. **2)** DHG đang chủ động giảm đòn bẩy tài chính nhằm tăng cường khả năng quản trị rủi ro dựa trên nền tảng tài chính an toàn và ổn định.

## DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ

### Đánh giá về giá trị cổ phiếu

Việc đánh giá này nhằm xác định giá trị mỗi cổ phần đại diện cho việc định giá doanh nghiệp, nhằm tìm ra giá trị tiềm năng trong mỗi cổ phần công ty và cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư trong thời gian đầu tư 12 tháng.

Khuyến nghị	Diễn giải
<b>Kỳ vọng 12 tháng</b>	
<b>Mua</b>	Nếu giá mục tiêu <b>cao hơn</b> giá thị trường trên 15%
<b>Thêm</b>	Nếu giá mục tiêu <b>cao hơn</b> giá thị trường từ 1% đến 15%
<b>Giảm</b>	Nếu giá mục tiêu <b>thấp hơn</b> giá thị trường từ 1% đến 15%
<b>Bán</b>	Nếu giá mục tiêu <b>thấp hơn</b> giá thị trường trên 15%
<b>Kỳ vọng &lt; 3 tháng</b>	
<b>Mua</b>	Nếu có sự kiện/hiệu ứng tác động đến khả năng <b>tăng giá mạnh</b> trong 3 tháng tới
<b>Thêm</b>	Nếu có sự kiện/hiệu ứng tác động đến khả năng <b>tăng giá</b> trong 3 tháng tới
<b>Giảm</b>	Nếu có sự kiện/hiệu ứng tác động đến khả năng <b>giảm giá</b> trong 3 tháng tới
<b>Bán</b>	Nếu có sự kiện/hiệu ứng tác động đến khả năng <b>giảm giá mạnh</b> trong 3 tháng tới

Mức 15% được xác định dựa trên mức kỳ vọng bằng 2 lần lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng bình quân của 4 Ngân hàng: Vietcombank, BIDV, Vietinbank, Agribank. Mức tham chiếu này sẽ được điều chỉnh mỗi năm hoặc tại thời điểm cập nhật báo cáo tiếp theo nếu có thay đổi.

### Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

**Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.**

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

#### Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

##### Trụ sở chính

Tầng 2-Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,  
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam  
ĐT:(84.4)37737070/ 2717171  
Fax:(84.4) 37739058

#### Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh

29-31 Nguyễn Công Trứ, Quận 1,  
Tp.Hồ Chí Minh, Việt Nam  
ĐT: (84.8) 6290 8686  
Fax:(84.8) 6291 0607

#### Chi nhánh Tp.Đà Nẵng

124 Nguyễn Thị Minh Khai, Quận Hải  
Châu, Tp.Đà Nẵng, Việt Nam  
ĐT: (84.511) 355 3666  
Fax:(84.511) 355 3888