

LỢI NHUẬN TĂNG VỌT TRONG 9M13

Lợi nhuận bất thường thúc đẩy lợi nhuận ròng: Hoạt động bán hàng hiệu quả góp phần đẩy doanh thu thuần 9M13 của DHG tăng trưởng tốt 17.9% YoY lên 2,388 tỷ VND. Trong khi đó, lợi nhuận gộp chỉ tăng trưởng vừa phải 11% lên 1,105 tỷ VND do áp lực tăng GVHB từ quyết định tăng 1% tỷ giá USD/VND của NHNN vào giữa năm. Tuy nhiên, nhờ ghi nhận khoản lợi nhuận lớn bất thường trị giá 6 triệu USD từ thương vụ chuyển nhượng thương hiệu Eugica cho Mega Lifesciences Limited (Thái Lan), LNST 9M13 của DHG đã tăng vọt lên 454 tỷ VND (+25.2% YoY). Xét trong điều kiện kinh tế hiện nay và so với hiệu quả hoạt động của các đối thủ cùng ngành Dược thì kết quả DHG đạt được trong 9 tháng vừa qua rất ấn tượng và đáng khích lệ.

Kỳ vọng tăng trưởng nhờ nâng cao công suất: Nhà máy hiện tại của DHG đã hoạt động hết công suất từ năm 2012. Vì thế tăng trưởng doanh thu thuần của công ty giảm về mức 17.7%, thấp hơn rất nhiều so với tốc độ tăng trưởng trung bình 24% của giai đoạn 2007-2011. Để lấy lại động lực tăng trưởng doanh thu, DHG quyết định đầu tư gần 700 tỷ đồng để xây hai nhà máy mới là non-betalactam và betalactam tại khu công nghiệp Tân Thạnh. Đối với nhà máy non-betalactam, DHG đã tiến hành xét giấy phép GMP – WHO trong tháng 11 và đang thực hiện các thủ tục đăng ký sản phẩm. Về nhà máy betalactam, DHG cũng đang tiến hành các thủ tục cuối cùng để nghiệm thu nhà máy và dự kiến sẽ hoàn tất trước cuối năm nay. Việc hai nhà máy mới đi vào hoạt động vào năm 2014 sẽ đánh dấu bước tiến đáng kể của DHG trong việc tiếp tục giữ vững vị thế dẫn đầu ở thị trường nội địa và củng cố mục tiêu đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu. Chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng trưởng CAGR 5 năm của doanh thu và lợi nhuận sẽ đạt 23 – 25%.

Giữ nguyên các giả định trước đây: KQKD FY13 khó có sự đột biến về doanh thu do nhà máy hiện tại đã hoạt động hết công suất và dự án nhà máy mới bị chậm tiến độ từ 4 – 6 tháng. Vì thế chúng tôi dự báo tăng trưởng doanh thu của DHG chỉ còn 12.8% so với mức 17.5% của năm 2012. Ngoài ra, biên lợi nhuận gộp sẽ giảm còn 46% do tỷ giá tăng 1% làm tăng tỷ trọng GVHB/doanh thu thuần lên 54%. Bù đắp cho việc không còn được ưu đãi về thuế thu nhập DN của công ty mẹ, việc ghi nhận khoản lợi nhuận bất thường từ việc chuyển nhượng thương hiệu Eugica sẽ thúc đẩy LNST FY13 lên 525 tỷ đồng (+5.7%). Tổng hợp những yếu tố trên, chúng tôi tin rằng DHG chắc chắn sẽ vượt các mục tiêu doanh thu và lợi nhuận đặt ra ban đầu. Tuy nhiên, việc gia tăng gánh nặng chi phí chắc chắn sẽ làm giảm biên lợi nhuận gộp và ròng so với cùng kỳ năm trước.

Khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG, với giá mục tiêu là 127,000 đồng: Chúng tôi đã điều chỉnh giá mục tiêu của DHG để phù hợp với những giả định mới và kết quả kinh doanh 9M13. Giá cổ phiếu DHG được định giá 127,000 đồng dựa trên 2 phương pháp: P/E (tỷ trọng 60%, P/E kỳ vọng 16x và EPS dự phóng năm 2013) và P/B (tỷ trọng 40%, P/B kỳ vọng 4x và giá trị sổ sách dự phóng năm 2013). Giá mục tiêu của chúng tôi hiện cao hơn 13.6% so với giá hiện tại (112,000 đồng). Vì vậy chúng tôi khuyến nghị **"TĂNG TỶ TRỌNG"** đối với cổ phiếu DHG.

TĂNG TỶ TRỌNG

Giá mục tiêu **VND 127,000**
Giá hiện tại **VND 112,000**

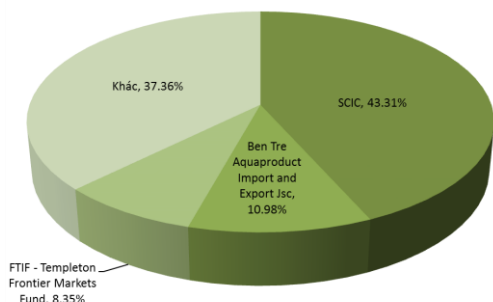
Le Minh Triet
(+84-8) 5413-5472
trietle@phs.vn

Sơ lược công ty

Mã CP	DHG
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	654
CP đang lưu hành (triệu)	65.4
Vốn hóa (tỷ đồng)	6,994
Biên độ 52 tuần (đồng)	68.5 – 107
KLGD trung bình 3 tháng	29,813
Beta	0.50
Sở hữu nước ngoài	49.0%
Ngày niêm yết đầu tiên	21/12/2006

Cổ đông lớn

SCIC	43.31%
Ben Tre Aquaproduct Import and Export Jsc	10.98%
FTIF - Templeton Frontier Markets Fund	8.35%



Biến động giá

	3 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	20.5	27.5	35.5
Phần trăm (%)	23.7	34.6	49.7



(tỷ VND)	9M12	9M13	Kế hoạch	2013E
Doanh thu thuần	2,025	2,388	3,200	3,307
% biên lợi nhuận gộp	48.9%	46.3%		46.0%
% biên lợi nhuận hoạt động kinh doanh	20.7%	18.8%		15.0%
Lợi nhuận trước thuế	421	584	570	674
Lợi nhuận ròng	362	454		525
% tăng trưởng (YoY)	16.4%	25.2		5.7%
EPS (TTM)	7,342	8,935		7,947
BVPS	24,864	28,198		31,872
P/E	15.0	12.3		16.0
P/B	4.8	4.1		4.0

Sơ lược công ty

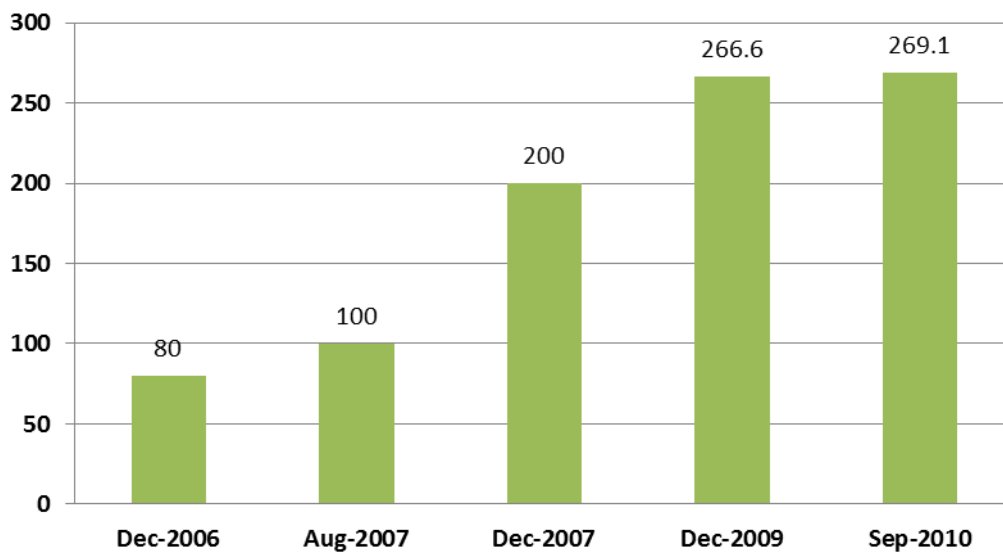
DHG là một trong những doanh nghiệp sản xuất dược hàng đầu Việt Nam, sở hữu một mạng lưới phân phối hiệu quả nhất trong ngành với 43 đại lý/chi nhánh, 54 quầy thuốc tại các bệnh viện và hệ thống bán hàng tiếp cận trực tiếp hơn 400,000 khách hàng ở từng ấp, thôn. Các nhà máy sản xuất thuốc và đóng gói bao bì của DHG đều đạt các tiêu chuẩn quốc tế như GMP, GLP, GSP, ISO 9001:2000, ISO/IEC 17025, góp phần nâng cao năng lực cạnh tranh của công ty.



Lịch sử công ty

- Tiền thân của Công ty Cổ phần Dược Hậu Giang là Xí nghiệp Dược phẩm 2/9, thành lập ngày 02/9/1974 tại tỉnh Cà Mau.
- Ngày 02/09/2004, chuyển đổi mô hình hoạt động thành CTCP Dược Hậu Giang và chính thức niêm yết với mã chứng khoán DHG ngày 21/12/2006 trên sàn giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh với giá chào sàn là 320,000 đ/cp.

Quá trình tăng vốn (tỷ đồng)



Nguồn: DHG

Chỉ số tài chính (tỷ đồng)

Kết quả kinh doanh	2010	2011	2012	2013E	Chỉ số tài chính	2010	2011	2012	2013E
Doanh thu thuần	2,035	2,491	2,931	3,307	Chỉ tiêu tăng trưởng				
Giá vốn hàng bán	1,016	1,282	1,487	1,786	Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu	16.5%	22.4%	17.7%	12.8%
Lợi nhuận gộp	1,019	1,209	1,444	1,521	Tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận gộp	10.3%	18.7%	19.4%	5.3%
Chi phí bán hàng & quản lý DN	619	744	931	1,026	Tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận ròng	18.7%	16.7%	16.8%	15.7%
Doanh thu tài chính	41	49	42	55	Tỷ lệ tăng tổng tài sản	19.6%	9.7%	19.1%	19.9%
Chi phí tài chính	3	7	4	4	Tỷ lệ tăng vốn chủ sở hữu	25.8%	7.9%	22.6%	23.0%
Lợi nhuận tài chính	0	7	3	3	Chỉ tiêu hiệu quả				
LN hoạt động kinh doanh	400	465	513	495	Biên lợi nhuận gộp	50.1%	48.5%	49.3%	46.0%
Lợi nhuận trước thuế	434	491	582	674	Biên LN trước thuế	21.3%	19.7%	19.9%	20.4%
Lợi nhuận sau thuế	381	416	491	519	Lợi nhuận ròng biên	18.7%	16.7%	16.8%	15.7%
Cân đối kế toán	2010	2011	2012	2013E	ROA	22.8%	21.8%	22.5%	19.9%
Tổng tài sản	1,820	1,996	2,377	2,849	ROE	33.2%	31.2%	32.0%	27.5%
Tài sản ngắn hạn	1,442	1,491	1,818	2,204	Phân tích DuPont				
Tiền và tương đương tiền	643	467	719	921	Lợi nhuận ròng biên (1)	18.7%	16.7%	16.8%	15.7%
Khoản phải thu	446	490	571	653	Vòng quay tổng tài sản (2)	1.40	1.42	1.40	1.37
Tồn kho	347	515	515	613	Đòn bẩy (3)	1.45	1.43	1.42	1.40
Tài sản dài hạn	378	505	559	645	ROE = (1)x(2)x(3)	38.2%	33.9%	33.3%	30.0%
Phải thu dài hạn	-	-	-	-	Chỉ tiêu quản lý				
Tài sản cố định	303	459	515	593	Số ngày phải thu	79.36	71.22	70.66	72.06
Tổng nguồn vốn	1,820	1,996	2,377	2,849	Số ngày tồn kho	124.70	146.67	126.46	125.38
Nợ phải trả	531	602	668	750	Số ngày phải trả	29.82	31.11	18.88	19.15
Vay ngắn hạn	13	21	19	23	Vòng quay tổng tài sản	1.40	1.42	1.40	1.37
Khoản phải trả	86	124	77	74	Vòng quay tài sản dài hạn	6.70	5.42	5.69	5.58
Vay dài hạn	-	-	-	-	Vòng quay tài sản cố định	0.15	0.18	0.18	0.18
Vốn chủ sở hữu	1,280	1,382	1,693	2,083	Hệ số thanh toán				
Vốn điều lệ	269	652	654	654	Thanh toán hiện tại	3.06	2.74	2.81	3.03
Thặng dư vốn	379	-	-	-	Thanh toán nhanh	2.32	1.79	2.02	2.19
Quỹ đầu tư phát triển	204	286	491	491	Thanh toán tiền mặt	1.36	0.86	1.11	1.27
Lợi nhuận giữ lại	364	377	482	872	Cơ cấu vốn				
Dòng tiền	2010	2011	2012	2013E	Tổng nợ/vốn chủ sở hữu	0.41	0.44	0.39	0.36
Tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	258	263	470	501	Tổng nợ/tổng tài sản	0.29	0.30	0.28	0.26
Tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(74)	(188)	(87)	(171)	Tổng tài sản/vốn chủ sở hữu	1.42	1.44	1.40	1.37
Tiền thuần từ hoạt động tài chính	(126)	(251)	(131)	(127)	Chỉ tiêu trên cổ phần				
Dòng tiền thuần trong kỳ	58	(175)	252	202	PE	7.69	17.09	14.50	13.72
Tiền đầu kỳ	584	643	467	719	PBV	2.29	5.14	4.21	3.42
Tiền cuối kỳ	643	467	719	921	PS	1.44	2.85	2.43	2.15
					EPS	14,168	6,376	7,516	7,947
					Tiền/cổ phiếu	15,709	7,199	8,590	9,317
					Giá trị sổ sách	47,591	21,200	25,902	31,872

Nguồn: PHS dự phóng

Đảm bảo phân tích

Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Tăng tỷ trọng = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Trung lập = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Giảm tỷ trọng = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trách

Thông tin này được tổng hợp từ các nguồn mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy, nhưng chúng tôi không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của nó. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của chúng tôi vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

Công ty chứng khoán Phú Hưng (PHS)

Tầng 5, tòa nhà Lawrence S. Ting

801 Nguyễn Văn Linh, Quận 7

Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84-8) 5 413 5479 | **Fax:** (84-8) 5 413 5472

Website: www.phs.vn | **E-mail:** info@phs.vn