

# CTCP Dược Hậu Giang (DHG)

Tháng 5 năm 2014

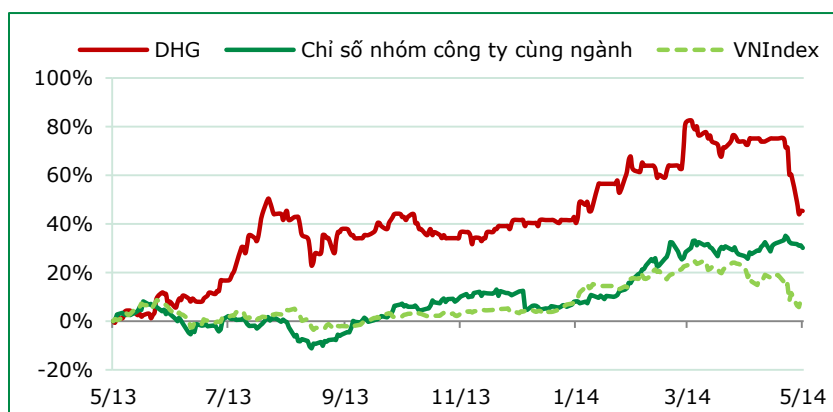
## BÁO CÁO CÔNG TY LẦN ĐẦU: MUA



Giá hiện tại (5/15/2014)	(đồng)	117.000	
Giá mục tiêu	(đồng)	130.500	
Mã Bloomberg: <b>DHG VN</b>	Sàn niêm yết:	HSX	
Ngành:		Dược phẩm	
Beta:		0.66	
Giá cao / thấp nhất trong 52 tuần (đồng):		150.000/ 79.000	
Số lượng cổ phiếu (triệu):		65	
Vốn hóa (tỷ đồng):		7.648	
Tỷ lệ free-float:		47%	
KLGDBQ 12 tháng (cp)		18.136	
Sở hữu nước ngoài:		49%	
Năm	Cổ tức bằng tiền (đồng/cp)	EPS (đồng)	
2013	3.500	9.010	
2012	2.000	7.443	
2011	4.000	6.382	
Chỉ số	DHG	Cùng ngành	VNI
P/E năm 2014	11,1x	13,9x	12,0x
P/B năm 2014	3,1x	3,4x	2,0x
Nợ/ VCSH	9,0%	19,1%	97,6%
Biên LN ròng	16,7%	10,8%	9,9%
ROE	21,7%	22,0%	14,8%
ROA	32,1%	13,4%	3,4%

### Giới thiệu về công ty:

Hoạt động kinh doanh chính: sản xuất (chiếm 85% doanh thu thuần năm 2013) và phân phối (10%) các sản phẩm dược phẩm.  
Các sản phẩm chính: thuốc kháng sinh (38%), giảm đau (19%), thuốc về đường hô hấp (12%)  
Thành phần chi phí chính: hoạt chất dược phẩm (API), chi phí đóng gói, bao bì  
Rủi ro kinh doanh chính: nguồn cung ứng nguyên liệu; danh mục sản phẩm khá tương tự với các đối thủ cạnh tranh  
Khách hàng: hơn 20.000 công ty, đại lý bán sỉ và hiệu thuốc trên cả nước  
Trụ sở chính: 288Bis Nguyễn Văn Cừ, Thành phố Cần Thơ, Việt Nam  
Trang web: [www.dhgpharma.com.vn](http://www.dhgpharma.com.vn)



Trong báo cáo lần đầu của CTCP Dược Hậu Giang (DHG), chúng tôi khuyến nghị MUA với những lý do chính như sau:

- ❖ DHG là công ty dược phẩm đứng đầu trong số các công ty trong nước cùng ngành tại Việt Nam.
- ❖ Các mặt hàng chính của DHG bao gồm các thuốc generic thuộc nhóm kháng sinh và giảm đau với doanh số chiếm 57% tổng doanh thu từ sản phẩm tự sản xuất trong năm 2013. Mạng lưới phân phối của DHG bao phủ khắp 64 tỉnh thành của Việt Nam và phục vụ hơn 20.000 khách hàng. Trong năm 2014, công suất sản xuất của DHG tăng lên gấp đôi đạt mức 9,6 tỷ đơn vị nhờ vào hai nhà máy mới tại Khu công nghiệp Tân Phú Thạnh. Từ năm 2009 đến năm 2013, doanh thu thuần và lợi nhuận ròng của DHG có mức tăng trưởng lũy kế hàng năm tương ứng là 19% và 13%. Biên lợi nhuận ròng, ROE và ROA của DHG trong những năm gần đây luôn có mức khá cao so với các công ty cùng ngành.
- ❖ Chúng tôi nhận định cổ phiếu DHG là cổ phiếu thích hợp để đầu tư lâu dài. Giá mục tiêu cho cổ phiếu DHG trong vòng 12 tháng tới theo như mô hình định giá của chúng tôi là 130.500 đồng trên mỗi cổ phiếu, cao hơn 12% so với mức giá đóng cửa ngày 15 tháng 5 năm 2014. Chúng tôi cũng dự đoán lợi suất cổ tức trong năm 2014 là 3%.
- ❖ Trong 1 tuần gần đây, chỉ số VN-Index và giá cổ phiếu DHG sụt giảm chủ yếu là do tình hình căng thẳng giữa Việt Nam và Trung Quốc trên vùng biển Đông. Thêm vào đó, việc các nhà đầu tư cá nhân quyết định chốt lời trên cổ phiếu DHG (tăng 80% trong từ tháng 5 năm 2013 đến tháng 3 năm nay) cũng đã đẩy giá cổ phiếu DHG giảm nhiều hơn so với VN-Index.

Vui lòng đọc khuyến nghị ở cuối báo cáo này.

## NỘI DUNG

TỔNG QUAN NGÀNH DƯỢC PHẨM.....	3
XU HƯỚNG PHÁT TRIỂN TẠI CÁC THỊ TRƯỜNG CHÂU Á.....	3
NGÀNH DƯỢC PHẨM VIỆT NAM.....	4
THỰC TRẠNG CẠNH TRANH .....	5
CTCP Dược Hậu Giang.....	6
TỔNG QUAN CÔNG TY.....	6
Các công ty con và công ty liên kết .....	6
Ban lãnh đạo và cơ cấu sở hữu .....	7
MÔ HÌNH KINH DOANH.....	8
Dòng sản phẩm tự sản xuất chiếm hơn 80% trong tổng doanh thu và lợi nhuận của DHG.....	8
Kháng sinh và thuốc giảm đau là các mặt hàng bán chạy nhất .....	10
Công suất tăng gấp đôi trong năm nay.....	11
Mạng lưới phân phối bao phủ toàn bộ 64 tỉnh thành Việt Nam .....	12
Tiềm năng phát triển và thách thức.....	14
PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH .....	16
Phân tích chi phí .....	16
Biên lợi nhuận và các chỉ số sinh lời.....	17
Phân tích hiệu quả hoạt động.....	18
Phân tích thanh khoản và cấu trúc vốn.....	18
Kết quả kinh doanh quý 1 và kế hoạch kinh doanh năm 2014.....	19
PHÂN TÍCH SWOT.....	20
ĐỊNH GIÁ .....	21
Các giả định dự báo chính .....	21
Phương pháp định giá DCF.....	22
Phương pháp định giá dựa trên thị trường.....	23
Giá mục tiêu DHG.....	23
Phân tích kỹ thuật.....	24
KẾT LUẬN .....	25

# TỔNG QUAN NGÀNH DƯỢC PHẨM

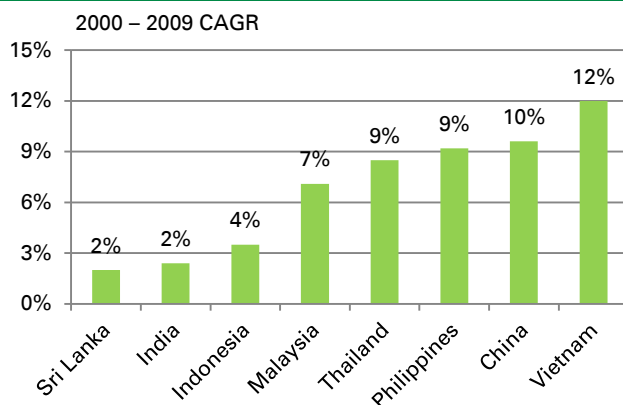
## XU HƯỚNG PHÁT TRIỂN TẠI CÁC THỊ TRƯỜNG CHÂU Á

Cùng với các xu hướng vĩ mô khác, tăng trưởng thu nhập tại Châu Á đã góp phần đáng kể vào chiều hướng gia tăng chi tiêu y tế ở các nước trong khu vực.

Ngành dược phẩm Châu Á có độ tăng trưởng mạnh mẽ và tương ứng với sự phát triển kinh tế trong toàn khu vực, đặc biệt là đối với các nước trong Hiệp hội Quốc gia Đông Nam Á (ASEAN). Các xu hướng vĩ mô chính, như tăng trưởng thu nhập hộ gia đình, chiều hướng gia tăng chi tiêu từ phía Chính phủ cho dịch vụ chăm sóc sức khỏe, những cải thiện đáng kể về tuổi thọ của dân số và nhận thức về sức khỏe, đã và đang thúc đẩy nhu cầu dược phẩm trong toàn khu vực. Theo Economist Intelligence Unit (EIU), doanh thu dược phẩm tại khu vực này đã tăng hơn gấp đôi từ 97 tỷ USD trong năm 2001 lên mức 214 tỷ USD trong năm 2010, và sẽ vượt tới 386 tỷ USD vào năm 2016, thể hiện tốc độ tăng trưởng lũy kế hàng năm (CAGR) là 10% trong giai đoạn từ năm 2010 đến năm 2016.

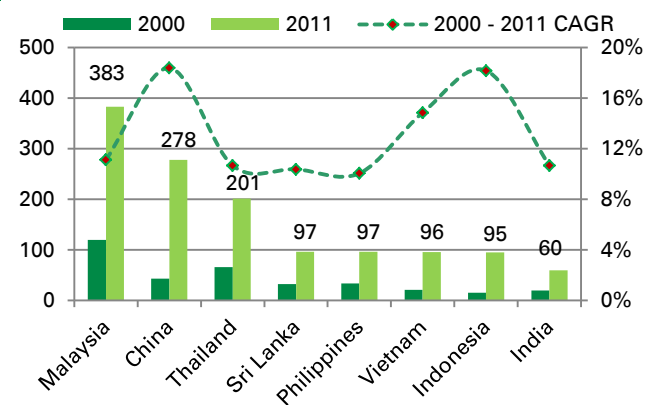
Mức tăng trưởng thu nhập cao tại các nước Châu Á trong 10 năm qua đã góp phần đáng kể vào xu hướng gia tăng chi tiêu y tế của toàn khu vực. Hiện nay, khoảng một nửa dân số Châu Á vẫn đang sinh sống tại các vùng nông thôn. Tuy vậy, nhờ vào những nỗ lực đầu tư từ cả phía Chính phủ lẫn doanh nghiệp, khả năng tiếp cận thuốc và các dịch vụ y tế công cộng của phân khúc dân cư này đang dần được cải thiện.

Chi tiêu về thuốc bình quân trên đầu người



Nguồn: Tổ chức Y tế Thế giới (WHO)

Chi tiêu y tế bình quân trên đầu người (USD)



Nguồn: Tổ chức Y tế Thế giới (WHO)

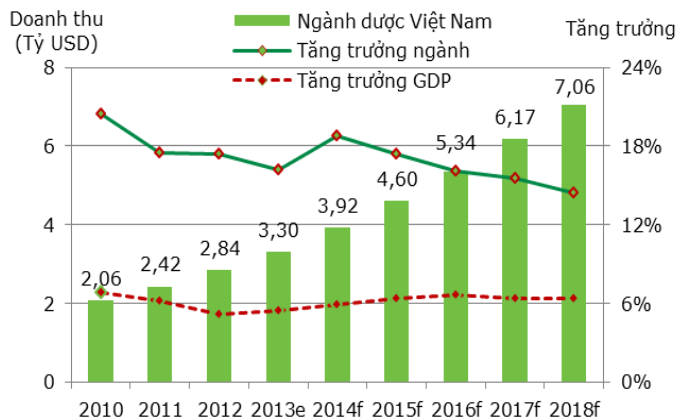
Từ năm 2004 đến năm 2011 có khoảng 653 dự án đầu tư xuyên biên giới vào các nước trong khu vực Châu Á.

Nhờ những nhân tố vĩ mô tích cực nêu trên, Châu Á đã và đang trở thành thị trường hấp dẫn đối với các công ty dược phẩm đa quốc gia. Trong năm 2010, doanh thu từ khu vực Châu Á - Thái Bình Dương chiếm tới 21% tổng doanh thu của Công ty Bayer AG, so với mức 10% trong năm 1990. Theo công ty chuyên cung cấp dữ liệu fDiMarkets.com, từ năm 2004 đến năm 2011, đã có 653 dự án đầu tư xuyên biên giới vào các nước trong khu vực Châu Á với tổng giá trị đạt 29 tỷ USD, đến từ 321 công ty trong ngành dược phẩm (chiếm 70% tổng số dự án) và trong ngành công nghệ sinh học (chiếm 30%). Trung Quốc là điểm đến hàng đầu với 186 dự án đầu tư, tiếp theo là Ấn Độ (157 dự án) và Xinh-ga-po (94 dự án). Các công ty dược phẩm đa quốc gia đã chuyển hướng đầu tư sang các nước Châu Á nhằm giảm chi phí sản xuất và mở rộng cơ sở nghiên cứu và phát triển (R&D). Trong tổng số 653 dự án đầu tư nói trên, đã có 200 dự án R&D và 175 dự án liên quan tới sản xuất.

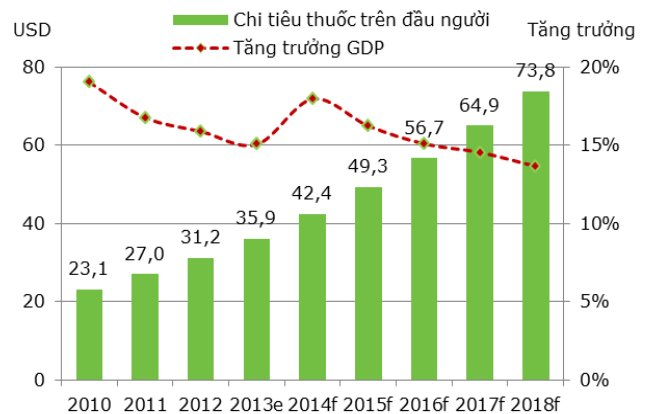
## NGÀNH DƯỢC PHẨM VIỆT NAM

Đến cuối năm 2012, Việt Nam đã có tổng cộng 183 doanh nghiệp sản xuất thuốc, trong đó một nửa là các doanh nghiệp sản xuất tân dược. Đặc điểm chủ đạo của ngành dược Việt Nam là sự phụ thuộc phần nhiều vào cả nguồn nguyên liệu lẫn các sản phẩm nhập khẩu. Hàng năm, các công ty dược trong nước phải nhập khẩu đến 90% nhu cầu về nguyên liệu từ các quốc gia như Trung Quốc và Ấn Độ. Trong khi đó, giá trị thuốc sản xuất trong nước chỉ đạt 50% so với tổng giá trị thuốc tiêu thụ tại Việt Nam.

Doanh thu của ngành dược Việt Nam



Mức tiêu thụ thuốc theo đầu người



Nguồn: Báo cáo BMI về Ngành Dược phẩm và Y tế Việt Nam Q2/2014

Để có thể tận dụng tối đa những tiềm năng sẵn có trong nước, Việt Nam cần có giải pháp kịp thời đối với những khó khăn chính về mặt cơ cấu.

Dựa trên các nghiên cứu của mình, chúng tôi nhận định rằng ngành dược Việt Nam đang hội tụ rất nhiều tiềm năng hấp dẫn. Tốc độ tăng trưởng dân số ổn định, sự nhận thức về sức khỏe của tầng lớp trung lưu, và khả năng tiếp cận thuốc ngày càng được cải thiện là những yếu tố giúp ngành dược Việt Nam giữ vững tốc độ tăng trưởng cao trong thời gian tới. Từ năm 2013 đến năm 2018, BMI dự đoán doanh thu ngành dược sẽ đạt tốc độ CAGR là 16,4%. Tuy vậy, để tận dụng được tối đa những tiềm năng này, ngành dược Việt Nam sẽ phải có những giải pháp kịp thời cho những khó khăn về mặt cơ cấu sau:

**Xu hướng "sính ngoại":** Cả người tiêu dùng lẫn bác sĩ trong nước đều ưa chuộng các sản phẩm nhập khẩu. Nhận định chung của người tiêu dùng là thuốc trong nước được sản xuất từ các cơ sở sản xuất lạc hậu với cơ chế kiểm soát chất lượng còn kém cỏi.

**Sự trùng lặp về danh mục sản phẩm:** Các công ty dược tại Việt Nam thường không chú trọng việc đầu tư R&D để sáng chế thuốc bản quyền vì quá trình phát triển một loại thuốc mới thường rất tốn kém và đòi hỏi nhiều thời gian. Phần lớn các doanh nghiệp trong nước đều bằng lòng với việc sản xuất các danh mục sản phẩm tương tự nhau nhằm giảm thiểu rủi ro kinh doanh.

**Cơ sở hạ tầng công nghệ còn yếu:** Việt Nam vẫn là nước đi sau so với các quốc gia trong khu vực trong lĩnh vực sinh dược và hóa dược. Nếu không chú trọng phát triển cơ sở hạ tầng công nghệ, công tác sản xuất các hoạt chất dược phẩm (API) trong nước sẽ gặp rất nhiều hạn chế. Điều này sẽ khiến Việt Nam tiếp tục phải phụ thuộc vào các nguồn cung ứng nguyên liệu từ thị trường thế giới.

## THỰC TRẠNG CẠNH TRANH

### Các đối thủ cạnh tranh chính

Tên công ty	Mã cổ phiếu	Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	Doanh thu năm 2013 (tỷ đồng)
CTCP Dược Hậu Giang	DHG	8,824	3.527
CTCP Traphaco	TRA	2,134	1.682
CTCP Xuất Nhập Khẩu Y Tế Domesco	DMC	1,175	1.430
CTCP Dược phẩm Imexpharm	IMP	984	84
CTCP Dược phẩm OPC	OPC	807	564
CTCP Dược phẩm Pharmedic	PMC	467	357
CTCP Dược phẩm Cửu Long	DCL	286	699
CTCP SPM	SPM	300	44
CTCP Dược phẩm Hà Tây	DHT	207	743
CTCP Dược phẩm Lâm Đồng	LDP	163	463



Nguồn: VPBS thu thập. Dữ liệu tại ngày 15/5/2014

Phần lớn các công ty dược phẩm đại chúng tại Việt Nam đều có trụ sở chính tại miền Nam; chỉ có hai công ty dược phẩm đại chúng có trụ sở chính tại miền Bắc là CTCP Dược phẩm Hà Tây and CTCP Traphaco; và một công ty tại miền Trung là CTCP Dược phẩm Lâm Đồng. Hiện nay, ba đối thủ cạnh tranh lớn nhất của DHG về mặt doanh thu và vốn hóa thị trường là:

**CTCP Traphaco (TRA)** là công ty chuyên sản xuất đông dược với hai dòng sản phẩm chính: Boganic (thuốc bổ gan) và Hoạt Huyết Dưỡng Não (bổ trợ não bộ). Trong năm 2013, doanh thu từ hai mặt hàng này chiếm 35% tổng doanh thu của toàn công ty. Lợi thế cạnh tranh của TRA là nguồn cung ứng nguyên liệu tự sản xuất trong nước (đáp ứng được 90% nhu cầu), trong khi các công ty sản xuất đông dược khác vẫn phải phụ thuộc vào nguồn cung ứng từ Trung Quốc.

**CTCP Xuất Nhập Khẩu Y Tế Domesco (DMC)** có danh mục dược phẩm khá đa dạng, bao gồm các sản phẩm đông dược, vitamin, thực phẩm chức năng, kháng sinh, giảm đau và các sản phẩm biệt dược. Các sản phẩm thịnh hành của DMC trên thị trường là các thuốc generic dùng để điều trị bệnh tiểu đường và các bệnh về tim mạch với giá thành thấp hơn các thuốc nhập khẩu từ 30% đến 40%.

**Imexpharm JSC (IMP)** hiện là công ty dược phẩm có cơ sở hạ tầng kỹ thuật và công nghệ tốt nhất Việt Nam. Sản phẩm chủ đạo của IMP là các thuốc kháng sinh có chất lượng cao thuộc nhóm Cephalosporin và Penicillin. Nhờ vào hạ tầng công nghệ hiện đại, IMP thường được các tập đoàn dược phẩm đa quốc gia chọn làm đơn vị gia công chính tại Việt Nam cho các sản phẩm của họ.

# CTCP Dược Hậu Giang

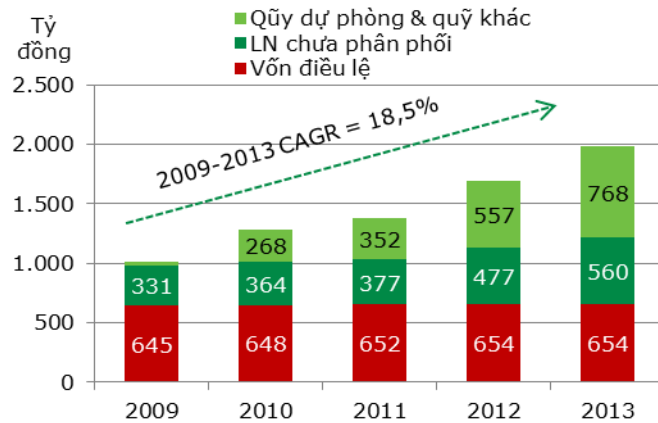
## TỔNG QUAN CÔNG TY

CTCP Dược Hậu Giang (DHG) được thành lập vào tháng 9 năm 1974 dưới cái tên ban đầu là Xí nghiệp Dược phẩm Số 29. Trong tháng 9 năm 2004, công ty đổi tên thành CTCP Dược Hậu Giang và thực hiện cổ phần hóa với vốn điều lệ ban đầu là 80 tỷ đồng. Trong năm 2006, DHG tiếp nhận chứng chỉ WHO GMP/GLP/GSP từ Bộ Y Tế và chính thức niêm yết 8 triệu cổ phiếu trên Sàn Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSX).

Từ năm 2007 đến năm 2013, DHG đã thành lập và đầu tư thành công 18 công ty con (trong đó 12 công ty đảm nhận công tác phân phối các sản phẩm của DHG), cùng với 24 văn phòng đại diện và 68 hiệu thuốc tại các bệnh viện trên toàn quốc. Dựa vào hệ thống phân phối hiệu quả này, phần lớn các sản phẩm của DHG được bán qua kênh thương mại (OTC), và kênh phân phối này chiếm 89% tổng doanh thu trong năm 2013. Các thuốc generic trong nhóm kháng sinh và giảm đau là các sản phẩm chính của DHG và chiếm 61% trong tổng doanh thu sản phẩm tự sản xuất trong năm 2013.

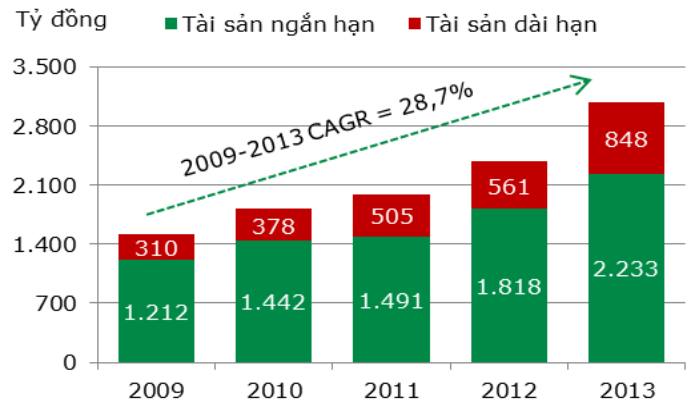
Tổng tài sản của DHG tăng 30% trong năm 2013 chủ yếu vì: (1) tổng tài sản cố định tăng 325 tỷ đồng do chi phí xây dựng hai nhà máy mới tại Khu công nghiệp Tân Phú Thạnh (KCN TPT), và (2) hàng tồn kho tăng 246 tỷ đồng do công tác chuẩn bị nguồn nguyên liệu tại hai nhà máy mới.

### Vốn chủ sở hữu



Nguồn: Báo cáo tài chính đã kiểm toán của DHG

### Tổng tài sản



Nguồn: Báo cáo tài chính đã kiểm toán của DHG

## Các công ty con và công ty liên kết

Ngoài khoản đầu tư vào 18 công ty con, DHG cũng đầu tư mua cổ phần ở hai công ty là CTCP Tảo Vĩnh Hảo (Spiviha) (sở hữu 31,5% cổ phần) và CTCP Bao bì Công nghệ cao Vĩnh Tường (Vipaco) (sở hữu 6,7% cổ phần). Spiviha cung cấp cho DHG nguồn nguyên liệu tảo bột dùng trong quá trình sản xuất các sản phẩm vitamin và thực phẩm chức năng (TPCN) (ví dụ: Spivital và Naturenz); Vipaco thực hiện gia công đóng gói và cung cấp bao bì cho DHG. Hiện tại, khoản đầu tư vào hai công ty này chưa mang lại lợi nhuận đáng kể cho DHG.



Tên công ty	Hoạt động kinh doanh chính	Doanh thu năm 2013	Lợi nhuận trước thuế năm 2013
Công ty TNHH MTV DT Pharma	Thương mại và phân phối	49 tỷ đồng	2 tỷ đồng
Công ty TNHH MTV Du lịch DHG	Dịch vụ lữ hành	73 tỷ đồng	3 tỷ đồng
Công ty TNHH MTV Dược phẩm HT	Thương mại và phân phối	70 tỷ đồng	4 tỷ đồng
Công ty TNHH MTV Dược liệu DHG	Sản xuất dược liệu	47 tỷ đồng	4 tỷ đồng
Công ty TNHH MTV Dược phẩm CM	Thương mại và phân phối	69 tỷ đồng	3 tỷ đồng
Công ty TNHH MTV In – Bao bì DHG (1)	In bao bì và đóng gói	217 tỷ đồng	35 tỷ đồng
CTCP Dược Sông Hậu (2)	Thương mại và phân phối	137 tỷ đồng	9 tỷ đồng
Công ty TNHH MTV A&G Pharma	Thương mại và phân phối	115 tỷ đồng	4 tỷ đồng
Công ty TNHH MTV Dược phẩm ST	Thương mại và phân phối	73 tỷ đồng	3 tỷ đồng
Công ty TNHH MTV TOT Pharma	Thương mại và phân phối	257 tỷ đồng	7 tỷ đồng
Công ty TNHH MTV TG Pharma	Thương mại và phân phối	44 tỷ đồng	1 tỷ đồng
Công ty TNHH MTV Bali Pharma	Thương mại và phân phối	58 tỷ đồng	3 tỷ đồng
Công ty TNHH MTV Dược phẩm DHG (TPT)	Sản xuất thuốc	n/a	n/a
Công ty TNHH MTV Dược phẩm B&T	Thương mại và phân phối	31 tỷ đồng	0,5 tỷ đồng
Công ty TNHH MTV TVP Pharma	Thương mại và phân phối	36 tỷ đồng	1 tỷ đồng
Công ty TNHH MTV VL Pharma	Thương mại và phân phối	50 tỷ đồng	0,5 tỷ đồng
Công ty TNHH MTV Dược liệu DHG 1	Sản xuất dược liệu	Không hoạt động	Không hoạt động
Công ty TNHH MTV In – Bao bì DHG 1	In bao bì và đóng gói	Đang xây dựng	Đang xây dựng

(1) Giải thể trong năm 2014; (2) DHG sở hữu 51%

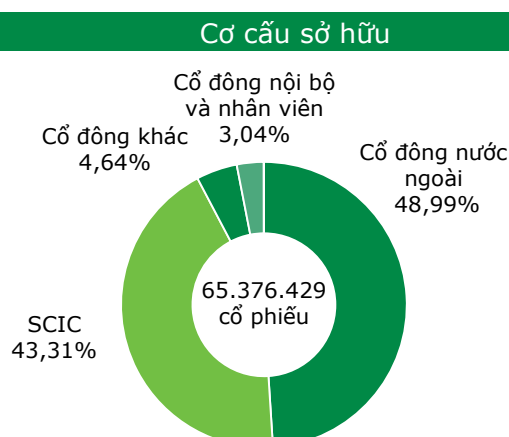
Nguồn: Báo cáo kiểm toán của DHG và VPBS thu thập

## Ban lãnh đạo và cơ cấu sở hữu

Do vị thế dẫn đầu ngành dược trong nước, cổ phiếu DHG thường được các cổ đông nước ngoài đánh giá là khoản đầu tư chiến lược dài hạn. Trong vòng năm năm trở lại đây, vốn đầu tư nước ngoài vào DHG luôn chiếm từ 46% đến 49% (giới hạn trần) trên tổng vốn cổ phần. Nếu giới hạn sở hữu nước ngoài được nâng lên trong năm 2014, chúng tôi tin rằng công ty DHG sẽ tiếp tục chào đón các nguồn đầu tư thêm từ khối ngoại.

Theo như kế hoạch đã được Thủ tướng Chính phủ thông qua trong tháng 11 năm 2013, Tổng Công ty Đầu tư và Kinh doanh Vốn Nhà nước (SCIC) sẽ thoái vốn tại 376 doanh nghiệp nhưng vẫn giữ lại cổ phần tại DHG, Viễn Thông FPT, CTCP Sữa Việt Nam (VNM) và Tổng CTCP Tái Bảo hiểm Quốc gia Việt Nam trong thời gian tới. Bốn công ty trên đều là những doanh nghiệp chủ đạo trong ngành của mình, và hàng năm mang đến cho SCIC nguồn doanh thu không nhỏ từ cổ tức. Chỉ trong năm 2013, SCIC đã nhận được 99 tỷ đồng cổ tức từ DHG.

Cổ đông lớn (sở hữu >1%)	# Cổ phiếu	Sở hữu
SCIC	28.313.119	43,31%
Quỹ Đầu tư Franklin Templeton	5.930.371	9,07%
Portal Global Limited	4.708.748	7,20%
Vietnam Holding Limited	1.713.748	2,62%
Vietnam Enterprise Investment Limited	1.597.239	2,44%
KITMC Worldwide Vietnam RSP	1.560.080	2,39%
Quỹ đầu tư JP Morgan Vietnam Opportunities	1.385.098	2,12%
KWE Beteiligungen AG	1.303.543	1,99%
Quỹ Đầu tư CAM Vietnam	1.005.738	1,54%
Quỹ Đầu tư Templeton Global (FT)	884.670	1,35%
Grinling International Limited	874.891	1,34%
Templeton Global Investment (EM)	838.824	1,28%
FC Global	708.783	1,08%



Nguồn: DHG

Theo Nghị quyết Hội đồng Quản trị (HĐQT) ngày 28 tháng 4 năm 2014, bà Phạm Thị Việt Nga sẽ thay thế bà Lê Minh Hồng trong cương vị Tổng Giám đốc và ông Hoàng Nguyên Học, đại diện từ SCIC, sẽ đảm nhiệm vị trí Chủ tịch thay bà Nga.

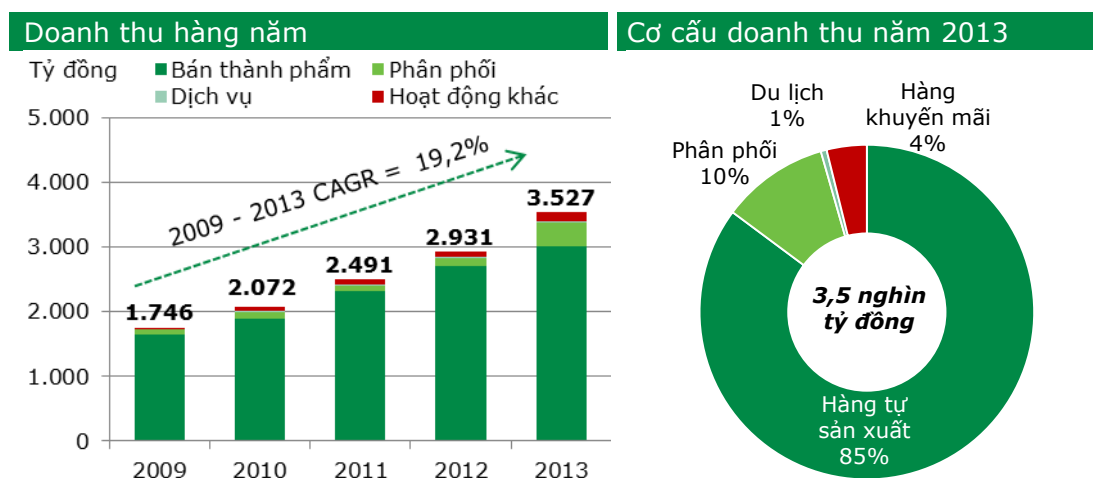
Hai đại diện từ phía SCIC, ông Học và ông Lê Đình Bửu Trí sẽ lần lượt giữ vị trí Chủ tịch và Phó Chủ tịch HĐQT. Dù chúng tôi tin tưởng rằng bà Nga vẫn sẽ là “thuyền trưởng” đằng sau các hoạch định tăng trưởng của DHG trong thời gian tới, còn tầm ảnh hưởng của SCIC tới chiến lược và hoạt động của công ty vẫn là một ẩn số.

Tên	Vị trí	Năm sinh	Bằng cấp / Kinh nghiệm	Sở hữu
<b>HỘI ĐỒNG QUẢN TRỊ</b>				
Ông Hoàng Nguyên Học	Chủ tịch	1957	Phó Tổng Giám đốc, SCIC	0,00%
Ông Lê Đình Bửu Trí	Phó Chủ tịch	1970	Giám đốc CN Miền Nam, SCIC	0,03%
Ông Đoàn Đình Duy Khương	Thành viên	1974	Phó Tổng Giám đốc, DHG	0,02%
Bà Phạm Thị Việt Nga	Thành viên	1959	Tổng Giám đốc, DHG	0,23%
Bà Đặng Phạm Minh Loan	Thành viên	1977	Phó Giám đốc Điều hành, VinaCapital	0,00%
Ông Trần Chí Liêm	Thành viên	1950	Nguyên Thứ Trưởng Bộ Y Tế	0,14%
Ông Shuhei Tabata	Thành viên	1954	Giám đốc KV ASEAN, Nomura Trading	0,03%
<b>BAN KIỂM SOÁT</b>				
Ông Trần Quốc Hưng	Chủ tịch	1958	Kiểm soát viên Nhân sự, DHG	0,02%
Ông Đinh Đức Minh	Thành viên	1977	Chuyên viên cao cấp, Saigon Securities Incorporated	0,00%
Bà Nguyễn Phương Thảo	Thành viên	1976	Chuyên viên, SCIC	0,00%
<b>BAN GIÁM ĐỐC</b>				
Bà Phạm Thị Việt Nga	Tổng Giám đốc	1959	Tiến sĩ Kinh tế	0,23%
Ông Lê Chánh Đạo	Phó Tổng Giám đốc	1959	Thạc sĩ Kinh tế	0,09%
Ông Đoàn Đình Duy Khương	Phó Tổng Giám đốc	1974	Thạc sĩ Quản trị Kinh doanh	0,02%
Bà Nguyễn Ngọc Diệp	Phó Tổng Giám đốc	1968	Dược sĩ chuyên môn	0,01%
Bà Đặng Phạm H. Nhung	Giám đốc Tài chính	1966	Cử nhân Ngoại thương	0,01%

Nguồn: Nghị quyết ĐHCĐ năm 2013 của DHG

## MÔ HÌNH KINH DOANH

Dòng sản phẩm tự sản xuất chiếm hơn 80% trong tổng doanh thu và lợi nhuận của DHG



Nguồn: DHG



Sản phẩm mà DHG tự sản xuất chiếm tới 85% tổng doanh thu trong năm 2013.

Cuối năm 2012, DHG đã chuyển nhượng thành công thương hiệu Eugica cho Công ty Mega Lifesciences Limited với giá chuyển nhượng là 6 triệu USD.

Dòng sản phẩm tự sản xuất của DHG là phân khúc chủ đạo có đóng góp tới 85% tổng doanh thu của công ty trong năm 2013. Trong phân khúc này, thuốc tự sản xuất chiếm tới 90% doanh thu, phần còn lại đến từ TPCN và mỹ phẩm. Phần lớn các loại thuốc mà DHG sản xuất đều là thuốc generic với công thức khá đơn giản và không cần tới chi phí R&D tốn kém như các thuốc phát minh trên thế giới. Các thuốc của DHG được bán phần lớn thông qua kênh thương mại (OTC). Trong khi đó, doanh thu từ kênh điều trị (ETC) chỉ chiếm 11% tổng doanh thu từ thuốc của công ty trong năm 2013.

Tỷ trọng doanh thu mảng phân phối của DHG tăng từ 4% trong năm 2012 lên đến 10% trong năm 2013. Nguyên nhân chính đằng sau việc tăng tỷ trọng này là do DHG đã tái cơ cấu mặt hàng Eugica (kẹo ngậm) từ phân phức sản phẩm tự sản xuất sang phân khúc phân phối. Trong năm 2012, doanh thu từ mặt hàng này đạt 240 tỷ đồng, chiếm 8% tổng doanh thu của DHG. Gần cuối năm 2012, DHG đã chuyển nhượng thành công thương hiệu Eugica cho Công ty Mega Lifescience Limited với giá chuyển nhượng là 6 triệu USD. Từ năm 2013 đến năm 2017, DHG sẽ chỉ sản xuất và phân phối sản phẩm Eugica theo hợp đồng gia công được ký với Mega Lifescience Limited. Biên lợi nhuận thấp của thương vụ gia công này là nguyên nhân chính đằng sau việc biên lợi nhuận gộp của mảng phân phối giảm trong năm 2013.

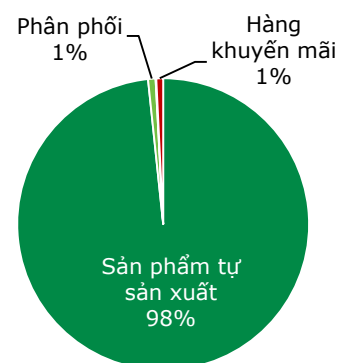
Công ty TNHH MTV Du lịch DHG (DHG sở hữu 100%) có hoạt động chính là tổ chức các tour du lịch cho khách hàng của DHG. Hoạt động kinh doanh của đơn vị này phụ thuộc phần lớn vào chính sách khách hàng hàng năm của DHG. Doanh thu đóng góp từ phân khúc này khá khiêm tốn, chỉ chiếm dưới 1% tổng doanh thu. Cùng với phân khúc hàng khuyến mãi, mục đích chính của phân khúc du lịch là để (1) củng cố và duy trì mối quan hệ kinh doanh giữa DHG và các khách hàng của mình, và (2) cập nhật thông tin cho khách hàng về các sản phẩm mới của công ty.

Biên lợi nhuận gộp theo từng phân khúc

Tỷ đồng	2010	2011	2012	2013
Sản phẩm tự SX	1.004	1.195	1.428	1.612
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>52,9%</b>	<b>51,9%</b>	<b>52,8%</b>	<b>53,6%</b>
Phân phối	8	11	8	14
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>12,6%</b>	<b>11,5%</b>	<b>7,0%</b>	<b>3,7%</b>
Du lịch	1	1	3	1
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>9,6%</b>	<b>16,5%</b>	<b>15,3%</b>	<b>6,3%</b>
Hàng khuyến mãi	4	2	6	12
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>5,8%</b>	<b>2,7%</b>	<b>6,5%</b>	<b>9,0%</b>
<b>Tổng</b>	<b>1.017</b>	<b>1.210</b>	<b>1.445</b>	<b>1.639</b>
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>50,1%</b>	<b>48,5%</b>	<b>49,3%</b>	<b>46,5%</b>

Nguồn: DHG

Cơ cấu lợi nhuận gộp năm 2013



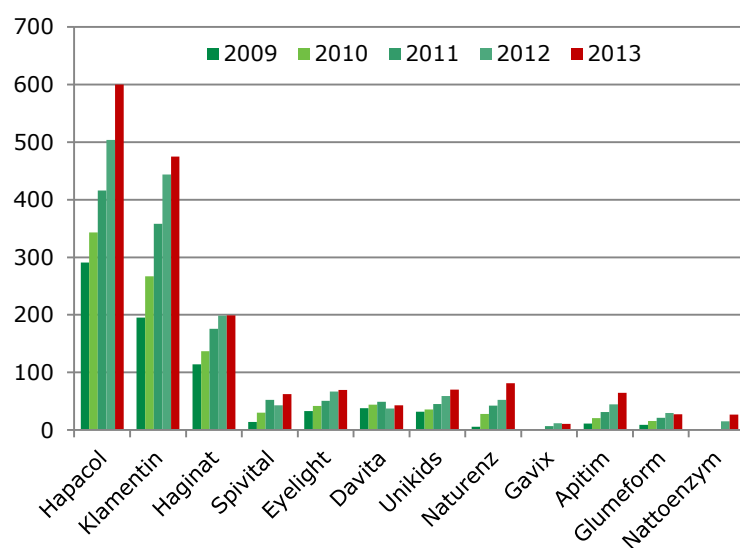
Là phân khúc có tỷ trọng doanh thu và biên lợi nhuận gộp lớn nhất, sản phẩm tự sản xuất của DHG chiếm 98% tổng lợi nhuận gộp trong năm 2013. Việc tái cơ cấu mặt hàng Eugica (biên lợi nhuận thấp do hợp đồng gia công) sang phân khúc phân phối đã làm giảm biên lợi nhuận gộp của phân khúc này từ 7,0% trong năm 2012 xuống 3,7% trong năm 2013.

## Kháng sinh và thuốc giảm đau là các mặt hàng bán chạy nhất

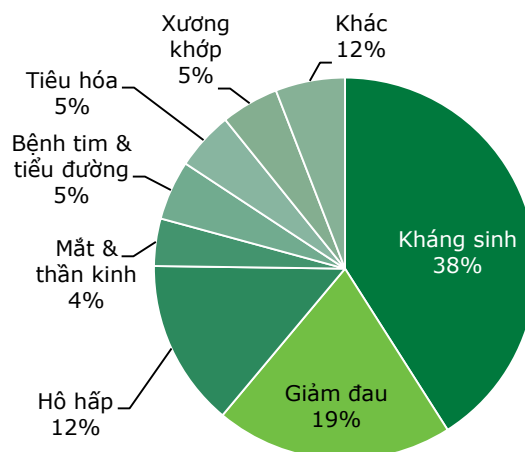
Danh mục sản phẩm của DHG gồm hơn 300 sản phẩm. Ba nhóm sản phẩm chính với tỷ trọng doanh thu lớn nhất là thuốc kháng sinh (2013: chiếm 41% doanh thu sản phẩm tự sản xuất), giảm đau (20%), và dinh dưỡng & hô hấp (14%).

So với thuốc ngoại, thuốc của DHG khá tương đương về mặt chất lượng nhưng lại được bán với giá thấp hơn từ 20% đến 30%. Trong năm 2013, doanh thu từ 12 nhãn hàng thuốc chính chiếm 60% doanh thu sản phẩm tự sản xuất.

Doanh thu từ 12 nhãn hàng chính (tỷ đồng)



Cơ cấu doanh thu theo nhóm thuốc năm 2013



Tên thuốc	Công dụng	Doanh thu năm 2013 (tỷ đồng)	% Doanh thu sản phẩm tự SX
Hapacol	Giảm đau	600	20,0%
Klamentin	Kháng sinh	475	15,8%
Haginat	Kháng sinh	199	6,6%
Spivital	Vitamin	63	2,1%
Eyelight	Thuốc nhỏ mắt	70	2,3%
Davita	Bổ xương	43	1,4%
Unikids	Vitamin	70	2,3%
Naturenz	Bổ gan	81	2,7%
Gavix	Tuần hoàn máu	11	0,3%
Apitim	Trị bệnh tim	65	2,2%
Glumeform	Tiểu đường	28	0,9%
Nattoenzy	Tuần hoàn máu	27	0,9%
<b>Tổng</b>		<b>1.730</b>	<b>57,6%</b>



Nguồn: DHG, VPBS thu thập

*Mạng lưới phân phối sâu rộng và chính sách giá cả hợp lý là hai trong những lợi thế thương mại chủ đạo của DHG.*

Hiện tại, Hapacol (thuốc giảm đau), Klamentin (kháng sinh) và Haginat (kháng sinh) là ba sản phẩm bán chạy nhất và có tổng doanh số chiếm 42% tổng doanh thu sản phẩm tự sản xuất trong năm 2013. Tương tự các sản phẩm thuốc khác của DHG, ba mặt hàng này cùng thuộc nhóm generic, nên phải cạnh tranh khá quyết liệt với các đối thủ trong nước. Trong môi trường cạnh tranh như vậy, có thể thấy rõ tầm quan trọng mang tính chiến lược của mạng lưới phân phối sâu rộng phủ khắp toàn quốc của DHG. Một lợi thế nữa của công ty là việc thương hiệu DHG thường được đánh giá cao cả về mặt chất lượng lẫn bao bì đóng gói trong khi có giá thấp hơn các sản phẩm thuốc ngoại.

## Khảo sát sơ bộ giá thuốc DHG so với giá thuốc cạnh tranh

Sản phẩm DHG	Giá / đơn vị	Các API chính	Công ty đối thủ	S/p cạnh tranh	Giá / đơn vị
Hapacol 500mg	1.500 đồng	Paracetamol	GSK Domesc Sandoz-Imexpharm	Panadol 500 Dopamol 500 Temol	2.500 đồng n/a 500 đồng
Klimentin 625mg	6.500 đồng	Amoxicilin, Acid Clavunic	Imexpharm GSK Norvatis	Claminat 625mg Augmentin 625mg Curam 625mg	10.800 đồng 14.000 đồng 13.000 đồng
Haginat 500mg	16.500 đồng	Cefuroxime	GSK Domesc Imexpharm	Zinnat 500mg Zinmax 500mg Zanimex 500mg	25.000 đồng 11.000 đồng n/a

Nguồn: VPBS thu thập

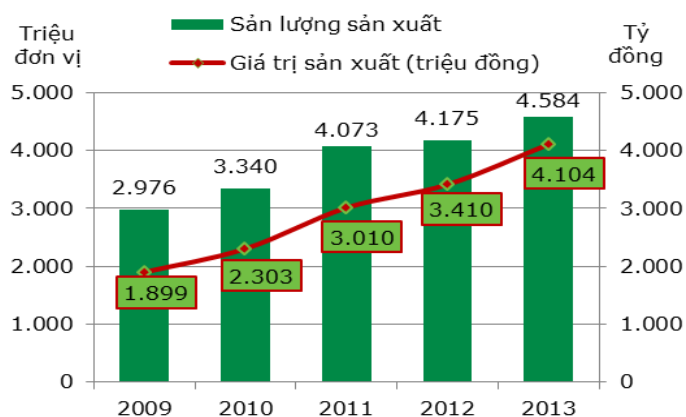
Ngoài các sản phẩm generic, DHG đã mạnh dạn đầu tư R&D vào các sản phẩm có nguồn gốc từ thiên nhiên, ví dụ như sản phẩm Spivital được làm từ tảo Spirulina và sản phẩm Naturenz được chiết xuất từ dược liệu thiên nhiên khác nhau. Công ty Tảo Vĩnh Hảo (DHG sở hữu 31%) là nguồn cung ứng các sản phẩm dược liệu cho DHG để sản xuất các loại vitamin và các sản phẩm TPCN. Mặc dù Spivital và Naturenz mới chỉ chiếm tương ứng 2,1% và 2,7% trong tổng doanh thu sản phẩm tự sản xuất của DHG năm 2013, nghiên cứu của chúng tôi cho thấy hai sản phẩm này có tiềm năng tăng trưởng cao trong tương lai.

## Công suất tăng gấp đôi trong năm nay

Hai nhà máy mới tại KCN TPT vừa giúp DHG tăng công suất lên gấp đôi vừa mang lại ưu đãi lớn về thuế cho công ty.

Từ năm 2014, công suất hàng năm của DHG sẽ tăng gấp đôi từ 4,6 tỷ đơn vị sản phẩm (đvsp) lên 9,6 tỷ đvsp nhờ vào hai nhà máy sản xuất thuốc mới tại KCN TPT. Nhà máy non-Betalactam với công suất hàng năm là 4 tỷ đvsp đã bắt đầu đi vào hoạt động từ ngày 20 tháng 4 năm 2014. Nhà máy Betalactam với công suất hàng năm là 1 tỷ đvsp vẫn đang trong quá trình xây dựng và dự kiến sẽ được hoàn thành vào tháng 12 năm nay. Chúng tôi nhận định đây là một tin rất tốt vì nhà máy cũ của DHG tại số 288bis Nguyễn Văn Cừ (thành phố Cần Thơ) đã hoạt động hết công suất thiết kế trong năm 2013.

### Sản lượng và giá trị sản xuất



Nguồn: DHG, VPBS thu thập

### Công suất thiết kế và công suất sử dụng năm 2013

Dây chuyền	Sản phẩm	Công suất thiết kế	Công suất sử dụng
Xưởng 1*	non-Betalactam	3,6 tỷ	100%
Xưởng 5*			100%
Xưởng 2*	Betalactam	600 triệu	100%
Xưởng 3*		45 triệu	100%
Xưởng 4*	Viên nan mềm	400 triệu	100%
Nhà máy mới 1	non-Betalactam	4 tỷ	n/a
Nhà máy mới 2	Betalactam	1 tỷ	n/a
<b>Tổng công suất</b>		<b>9,6 tỷ đvsp</b>	

(\*): tại nhà máy cũ số 288Bis Nguyễn Văn Cừ, TP. Cần Thơ

Bắt đầu từ năm 2014 trở đi, hai nhà máy mới tại KCN TPT sẽ được hưởng thuế suất ưu đãi trong thời gian là 15 năm. Cụ thể, 4 năm đầu có thuế suất 0%, 9 năm tiếp theo có thuế suất là 5%, 2 năm còn lại có thuế suất là 10%. Vì vậy, trong năm nay, DHG dự kiến sẽ chuyển từ 60% đến 80% hoạt động sản xuất sang hai nhà máy mới này nhằm tận dụng mức thuế suất ưu đãi nói trên và nhằm giảm chi phí thuế từ khấu hao của nhà máy mới.

Về định hướng lâu dài, công tác sản xuất các thuốc thuộc nhóm Betalactam và non-Betalactam sẽ được di dời hoàn toàn về hai nhà máy mới. Các dây chuyền tại nhà máy cũ ở Nguyễn Văn Cừ sẽ được dùng để sản xuất các sản phẩm TPCN và các thuốc có nguồn gốc từ dược liệu.

Nhà máy mới tại KCN TPT



Nhà máy non-Betalactam mới



Nguồn: DHG, VPBS thu thập

Cả nhà máy cũ lẫn nhà máy mới của DHG đều đã được Bộ Y Tế (BYT) chứng nhận đạt tiêu chuẩn GMP-WHO. Máy móc và thiết bị cho nhà máy mới chủ yếu được nhập từ Mỹ và Đức với tổng vốn đầu tư lên tới 150 tỷ đồng. Về mặt dài hạn, chúng tôi dự đoán DHG sẽ phải tính tới việc nâng cấp dây chuyền sản xuất của mình lên các tiêu chuẩn cao hơn, ví dụ như GMP-EU, EMEA và PIC/S, để có thể cạnh tranh hiệu quả hơn trên cả thị trường trong và ngoài nước.

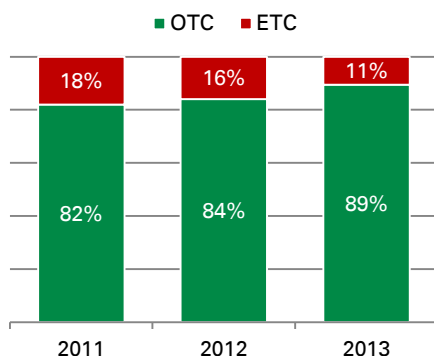
DHG đang tiến hành gặp gỡ và trao đổi với một số đối tác tiềm năng với mục tiêu phát triển các dây chuyền sản xuất mới trên thửa đất 2 héc-ta còn trống tại KCN TPT. Dù vậy, Ban Điều hành nhấn mạnh rằng những cuộc trao đổi này vẫn còn mang tính sơ bộ và chưa có kết quả rõ ràng.

## Mạng lưới phân phối bao phủ toàn bộ 64 tỉnh thành Việt Nam

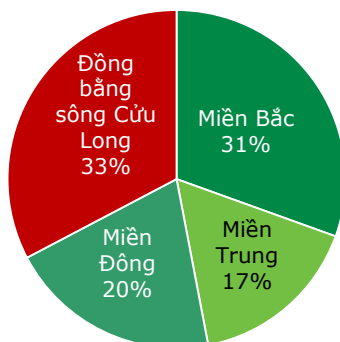
Mạng lưới phân phối sâu rộng là một trong những lợi thế kinh doanh chủ đạo của công ty. Mạng lưới phân phối này bao gồm 12 công ty con (DHG sở hữu từ 51% đến 100%), 24 văn phòng đại diện và 68 nhà thuốc tại các bệnh viện trên toàn quốc, phục vụ trên 20.000 khách hàng là các công ty phân phối, bán sỉ và bán lẻ.

Vào thời điểm cuối năm 2013, công ty có khoảng 1.200 nhân viên; trung bình mỗi nhân viên phục vụ khoảng 75.000 người dân Việt Nam.

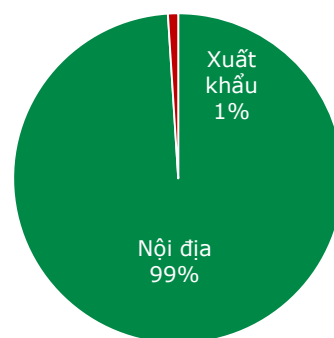
## Kênh bán hàng của DHG



## Doanh thu theo vùng năm 2013



## Doanh thu thị trường năm 2013

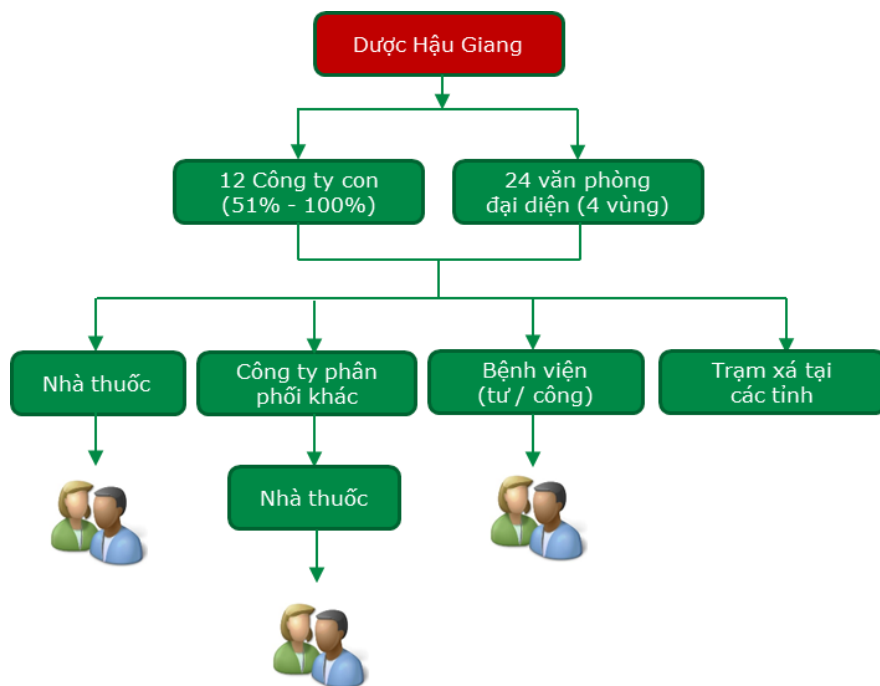


Nguồn: DHG, VPBS thu thập

Mạng lưới phân phối của DHG tại Việt Nam có thể được chia thành 4 vùng chính: miền Bắc, miền Trung, miền Đông và Đồng bằng sông Cửu Long (ĐBSCL). Vì DHG có trụ sở chính đặt tại ĐBSCL, sản phẩm của công ty được biết đến nhiều nhất tại vùng địa lý này. Từ năm 2009 đến năm 2013, cơ cấu doanh thu theo vùng miền của DHG khá ổn định với tổng doanh số từ ĐBSCL và miền Bắc chiếm tỷ trọng xấp xỉ 60% tổng doanh thu toàn công ty.

Vì phần lớn thuốc tự sản xuất của DHG đều thuộc nhóm generic được bán qua kênh OTC, doanh số từ kênh phân phối này có tỷ trọng chiếm tới 80% tổng doanh thu từ thuốc của công ty trong ba năm gần đây. Cơ cấu doanh thu này cũng phù hợp với thói quen mua thuốc dựa trên hướng dẫn từ dược sĩ và nhân viên tại cửa hàng thuốc (thay vì bác sĩ) của người tiêu dùng ở Việt Nam.

## Mạng lưới phân phối của DHG



Nguồn: DHG, VPBS thu thập



*Doanh số từ hệ điều trị (ETC) của DHG tiếp tục bị ảnh hưởng bởi Thông tư 01/2012/TTLT-BYT-BTC và Thông tư 36/2013/TTLT-BYT-BTC được ban hành trong năm 2012 và năm 2013.*

Các cửa hàng thuốc và các công ty phân phối thường được hưởng chiết khấu từ 16% đến 20% khi mua sản phẩm từ DHG, cao hơn so với mức chiết khấu từ 10% đến 15% từ các đối thủ cạnh tranh của DHG. Chính sách bán hàng ưu đãi của DHG đã giúp sản phẩm của công ty giữ được vị thế thương mại so với các sản phẩm tương tự trên thị trường.

Trong năm 2014 và năm 2015, DHG dự kiến sẽ dành khoảng 250 tỷ đồng để mở rộng và nâng cấp hệ thống phân phối hiện có. Khoản đầu tư này bao gồm: (1) xây dựng cơ sở hạ tầng mới (105 tỷ đồng), (2) các thương vụ mua bán sát nhập (91 tỷ đồng), và (3) xây dựng nhà kho bến bãi (52 tỷ đồng).

Từ đầu năm 2012 cho đến nay, doanh số từ hệ điều trị (ETC) của DHG tiếp tục bị ảnh hưởng bởi Thông tư 01/2012/TTLT-BYT-BTC và Thông tư 36/2013/TTLT-BYT-BTC ban hành trong năm 2012 và năm 2013. Hai thông tư này thiết lập các quy chế cho công tác đấu thầu thuốc trong các bệnh viện công với ưu tiên đặc biệt đối với các gói thầu thuốc có giá rẻ nhất trong mỗi danh mục đấu thầu (ví dụ danh mục GMP-WHO, danh mục PIC/S). Sản phẩm của DHG có chất lượng cao hơn nhưng thường có giá đắt hơn các sản phẩm tương tự trên thị trường vì DHG sẵn sàng bỏ ra chi phí sản xuất cao nhằm đảm bảo chất lượng sản phẩm. Điều này đã làm giảm tính cạnh tranh của các loại thuốc sản xuất bởi công ty khi đấu thầu vào bệnh viện. Trong quý 1 năm nay, doanh số từ kênh ETC của DHG giảm 35% so với cùng kỳ năm trước và chỉ đạt 69 tỷ đồng. Dù vậy, dựa trên tỷ trọng doanh thu khá nhỏ của kênh bán hàng này (11% trong năm 2013), chúng tôi cho rằng hoạt động của công ty sẽ không bị ảnh hưởng quá nhiều từ hai thông tư này trong dài hạn.

Dù doanh thu xuất khẩu chỉ chiếm tỷ trọng dưới 1% tổng doanh thu toàn công ty, mạng lưới các thị trường xuất khẩu của DHG khá đa dạng và bao gồm các nước như Môn-đô-va, U-crai-na, Mi-an-ma, Nga, Mông Cổ, Cam-pu-chia, Ni-giê-ri-a, Lào, Xinh-ga-po, Gioóc-đan-ni, Xri Lan-ca và Ru-ma-ni. Hiện tại, DHG cũng đang hướng đến các cơ hội xuất khẩu tại các thị trường ở In-đô-nê-xi-a, Phi-líp-pin, Ma-lay-xi-a, Ga-na, Ê-ti-ô-pi-a và U-zơ-bê-kít-xtan.

Trong dài hạn, chúng tôi tin rằng các thị trường xuất khẩu này sẽ đem lại tiềm năng tăng trưởng cho DHG, đặc biệt khi mức tăng trưởng của thị trường trong nước có khả năng bước vào giai đoạn chậm lại trong trung hạn.

## Tiềm năng phát triển và thách thức

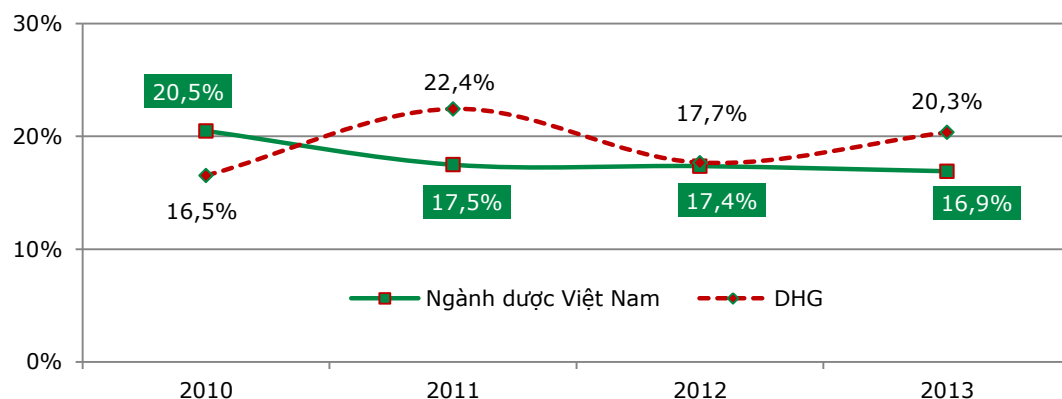
### Tiềm năng phát triển

Từ năm 2009 đến năm 2013, xu hướng tăng trưởng doanh thu thuần của DHG (tốc độ CAGR là 19%) khá tương ứng với tăng trưởng toàn ngành dược tại Việt Nam. Hiện tại, theo thống kê từ BYT, thị trường dược Việt Nam vẫn đang bị thống trị bởi thuốc ngoại với tỷ trọng hơn 50% tổng tiêu dùng toàn ngành. Vì vậy, các công ty dược trong nước vẫn có cơ hội tăng thêm thị phần bằng cách tạo dựng niềm tin của khách hàng vào chất lượng sản phẩm của mình.

Thêm vào đó, như đã đề cập ở trên, ngành dược Việt Nam đang được hỗ trợ bởi một số yếu tố vĩ mô trọng yếu như sự tăng trưởng thu nhập hộ gia đình, nhận thức về sức khỏe ngày càng cao trong tầng lớp trung lưu, và mức độ tăng trưởng dân số ổn định. Vì DHG là công ty dẫn đầu ngành trong nước, chúng tôi nhận định rằng tăng trưởng doanh thu của công ty trong thời gian tới sẽ bám khá sát tốc độ tăng trưởng của toàn ngành.



### Tăng trưởng doanh thu của DHG so với tăng trưởng toàn ngành



Nguồn: BMI, VPBS thu thập

### Thách thức

Cũng giống như các doanh nghiệp trong nước khác cùng ngành, chúng tôi tin rằng DHG sẽ gặp phải những thách thức trong thời gian sắp tới như sau:

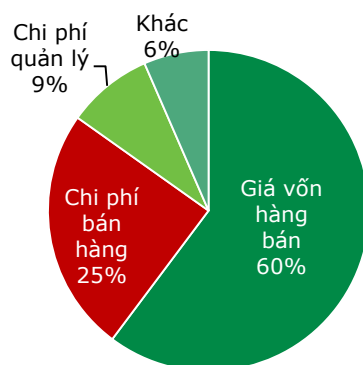
- *Danh mục sản phẩm thiếu tính đột phá:* Phần lớn các thuốc generic do DHG sản xuất (ví dụ: kháng sinh, giảm đau) đều có nhiều sản phẩm cạnh tranh tương ứng trên thị trường. Các sản phẩm đặc trưng của công ty như Naturenz và Spivital còn đang trong giai đoạn xây dựng thương hiệu, và vì thế chưa có khả năng đóng góp nhiều vào kết quả kinh doanh của DHG.
- *Cạnh tranh với các công ty vốn nước ngoài:* Các công ty dược đa quốc gia (ví dụ: GlaxoSmithKline, Sanofi) và các công ty dược trong nước có vốn đầu tư trực tiếp từ nước ngoài (ví dụ: Savipharma) thường có các nguồn hỗ trợ tài chính mạnh mẽ, cơ sở sản xuất hiện đại và có các mối liên kết rộng với các thị trường trên thế giới. Vì vậy, cạnh tranh với những công ty này sẽ là những thách thức khá lớn cho các công ty dược nội địa như DHG.
- *Phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu:* Hàng năm, các công ty dược trong nước thường phải nhập khẩu đến 90% nhu cầu nguyên liệu dùng trong sản xuất thuốc. Chính vì thế, sự dao động về giá cả hoặc nguồn cung của nguyên liệu thuốc trên thị trường thế giới có thể cản trở hoặc gây khó khăn cho hoạt động sản xuất của DHG.

## PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

### Phân tích chi phí

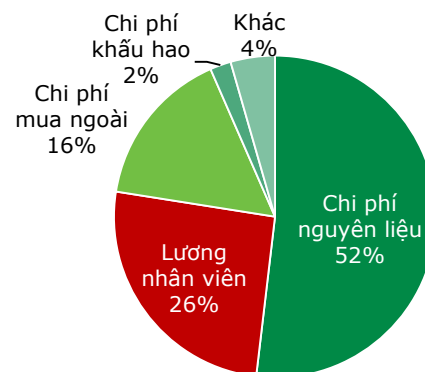
Cơ cấu chi phí của DHG khá ổn định và gần như không đổi từ năm 2009 đến năm 2013:

**Cơ cấu chi phí (năm 2013)**



Nguồn: Báo cáo tài chính đã kiểm toán 2013

**Chi phí sản xuất (năm 2013)**



Nguồn: Báo cáo tài chính đã kiểm toán 2013

### Nguyên liệu

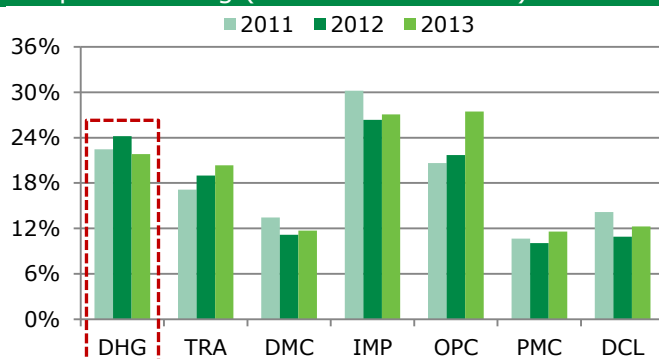
Khoảng 80% nhu cầu về nguyên liệu của DHG được nhập khẩu từ các nhà cung ứng ở Châu Âu, Mỹ, Thổ Nhĩ Kỳ, Trung Quốc, Ấn Độ và Pa-kít-xtan.

Nguyên liệu là thành phần chủ đạo trong cơ cấu chi phí của DHG, và chiếm hơn một nửa chi phí sản xuất của công ty trong năm 2013. Khoảng 80% nhu cầu nguyên liệu của DHG được nhập khẩu từ nhà cung ứng ở Châu Âu, Hoa Kỳ, Thổ Nhĩ Kỳ, Trung Quốc, Ấn Độ và Pa-kít-xtan. Do đó, tỷ giá ổn định giữa đồng Việt Nam và các đồng ngoại tệ khác trên thế giới trong thời gian vừa qua đã phần nào giúp công ty quản lý hiệu quả hơn chi phí đầu vào của mình.

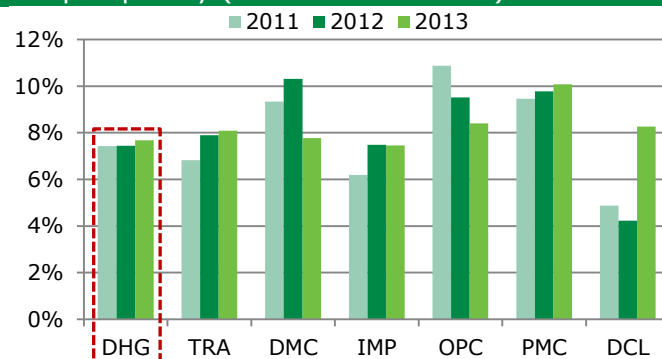
Phòng thu mua của DHG thường nắm giữ lợi thế đàm phán khá cao nhờ vào danh sách các nhà cung ứng khá đa dạng, và vì công ty thường đặt một lượng hàng lớn với mỗi nhà cung ứng được chọn. Số dư tiền mặt dồi dào là một lợi thế lớn giúp DHG có khả năng thanh toán đơn hàng đúng theo hợp đồng. Điều này đã góp phần tăng uy tín của DHG đối với nhà cung ứng nước ngoài.

### Chi phí bán hàng và chi phí quản lý

**Chi phí bán hàng (% doanh thu thuần)**



**Chi phí quản lý (% doanh thu thuần)**



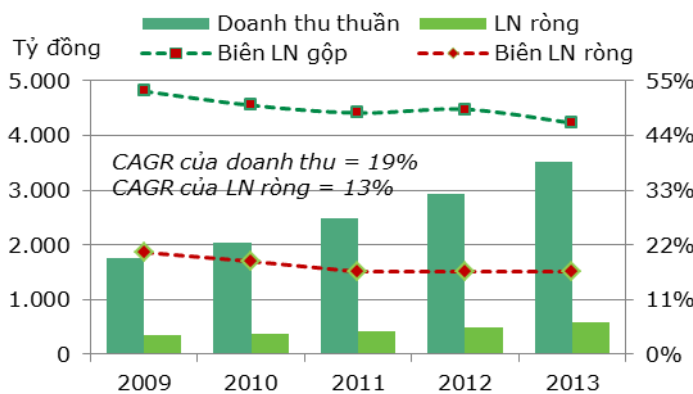
Nguồn: Báo cáo tài chính đã kiểm toán 2013 và Phân tích của VPBS

Tỷ lệ chi phí bán hàng (CPBH) trên doanh thu thuần của nhóm công ty trong nước cùng ngành với DHG đạt mức trung bình trong ba năm là 18%. DHG, CTCP Traphaco (TRA), CTCP Dược phẩm Imexpharm (IMP) và CTCP Dược phẩm OPC (OPC) là những công ty dược có mạng lưới phân phối rộng lớn, nên đòi hỏi chi phí cao để duy trì. Thêm vào đó, tuy chính sách bán hàng ưu đãi đã giúp DHG tăng trưởng doanh thu khá cao, điều này cũng đồng nghĩa với việc CPBH của công ty cao hơn đáng kể so với nhóm các công ty trong nước cùng ngành.

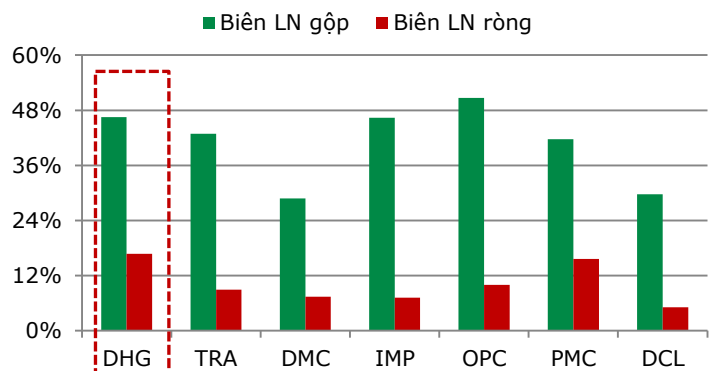
Tỷ lệ chi phí quản lý (CPQL) doanh nghiệp trên doanh thu thuần của DHG không chênh lệch đáng kể so với nhóm công ty trong nước cùng ngành với mức trung bình trong ba năm đạt 8%. Tỷ lệ này của CTCP Dược phẩm Cửu Long (DCL) tăng gấp đôi từ 4% trong năm 2012 lên 8% trong năm 2013 chủ yếu do công ty đã có khoản trích lập chi phí dự phòng lớn cho các khoản phải thu trong năm qua.

## Biên lợi nhuận và các chỉ số sinh lời

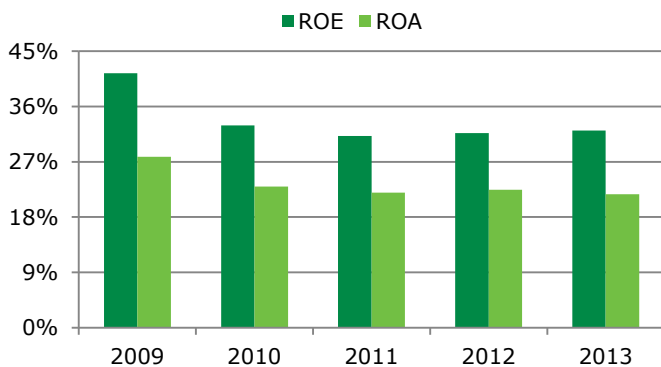
### Biên lợi nhuận của DHG



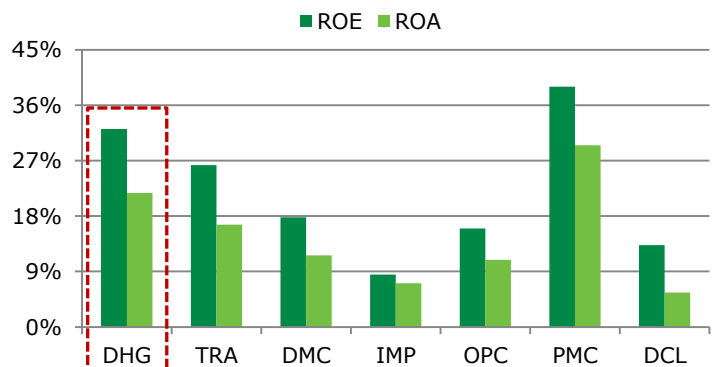
### Biên lợi nhuận các công ty cùng ngành (năm 2013)



### Chỉ số ROE và ROA của DHG



### ROE và ROA các công ty cùng ngành (năm 2013)

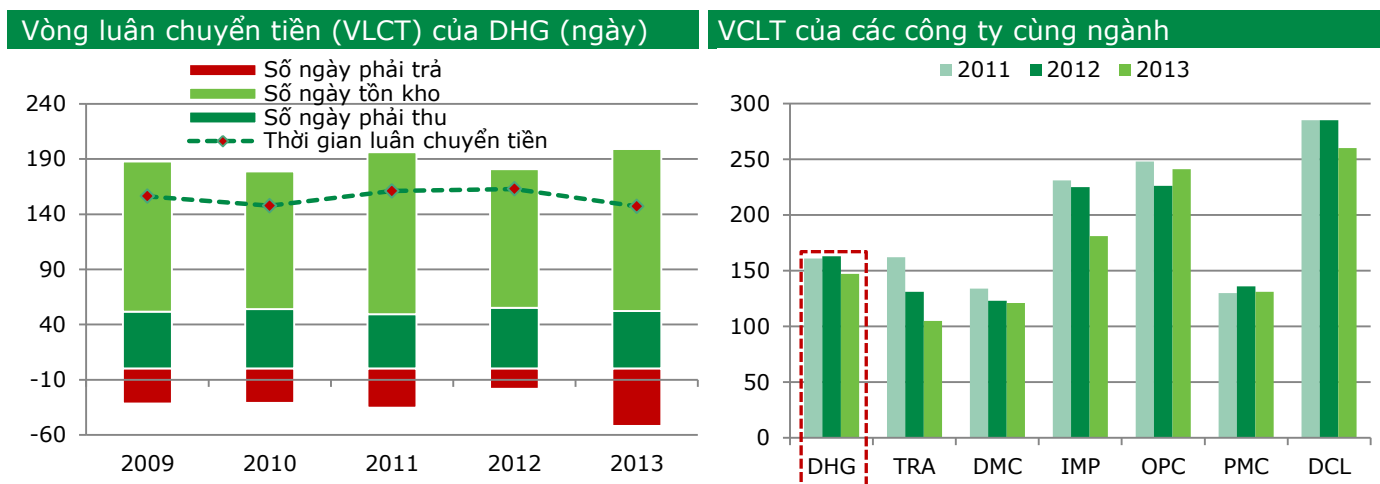


Nguồn: Báo cáo tài chính đã kiểm toán của DHG và Phân tích của VPBS

Trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2013, biên lợi nhuận gộp của công ty đã giảm dần qua từng năm do tác động của lạm phát và các đợt tăng giá nhẹ của giá nguyên liệu trên thị trường thế giới. Tuy vậy, DHG vẫn là công ty có biên lợi nhuận cao nhất trong nhóm công ty trong nước cùng ngành. Cụ thể, biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng của DHG lần lượt có mức trung bình ba năm tương ứng là 48% và 17%, cao hơn so với chỉ số tương ứng của nhóm công ty cùng ngành (40% và 9%) .

Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) và tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) của DHG cao thứ hai trong nhóm công ty cùng ngành trong năm 2012 và năm 2013, chỉ sau PMC. Trong năm 2013, chỉ số ROE và ROA của DHG lần lượt đạt 32% và 22%, cao hơn so với mức trung bình tương ứng 22% và 15% của nhóm công ty cùng ngành.

## Phân tích hiệu quả hoạt động



Nguồn: Báo cáo tài chính đã kiểm toán của DHG và Phân tích của VPBS

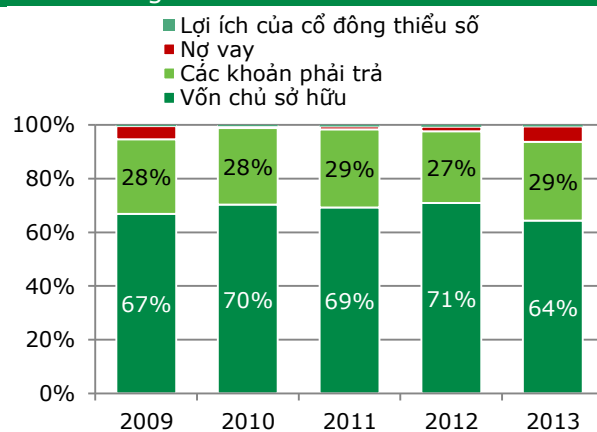
Hoạt động kinh doanh của DHG theo đánh giá của chúng tôi là khá hiệu quả so với nhóm công ty trong nước cùng ngành. Trong giai đoạn từ năm 2011 đến năm 2013, vòng luân chuyển tiền mặt (VLCT) của DHG có mức bình quân là 157 ngày, thấp hơn so với bình quân nhóm công ty cùng ngành (186 ngày) trong giai đoạn này. Do ngành dược phẩm Việt Nam phải nhập khẩu 90% nguyên liệu từ các nhà cung ứng quốc tế, các công ty dược phẩm trong nước thường phải dự trữ hàng tồn kho cho nhiều tháng sản xuất để giảm thiểu rủi ro về giá cả và nguồn cung. Do vậy, ngành dược phẩm thường có mức hàng tồn kho cao hơn so với các ngành sản xuất khác.

## Phân tích thanh khoản và cấu trúc vốn

### Chỉ số thanh khoản của DHG

	2009	2010	2011	2012	2013
Chỉ số thanh toán tiền mặt	1,2x	1,4x	0,9x	1,1x	0,6x
Chỉ số thanh toán hiện hành	2,5x	3,1x	2,7x	2,8x	2,2x
Chỉ số thanh toán nhanh	1,9x	2,3x	1,8x	2,0x	1,4x
Tổng nợ / Vốn chủ sở hữu	0,5x	0,4x	0,4x	0,4x	0,5x
Tổng nợ / Tổng tài sản	0,3x	0,3x	0,3x	0,3x	0,4x
Nợ vay / EBITDA	0,2x	0,0x	0,0x	0,1x	0,3x
Nợ vay / EBIT	0,2x	0,0x	0,0x	0,1x	0,3x
EBITDA / Chi phí lãi vay	18,2x	219,5x	254,2x	223,1x	295,4x
EBIT / Chi phí lãi vay	17,0x	198,9x	227,9x	197,5x	264,1x

### Cấu trúc nguồn vốn của DHG

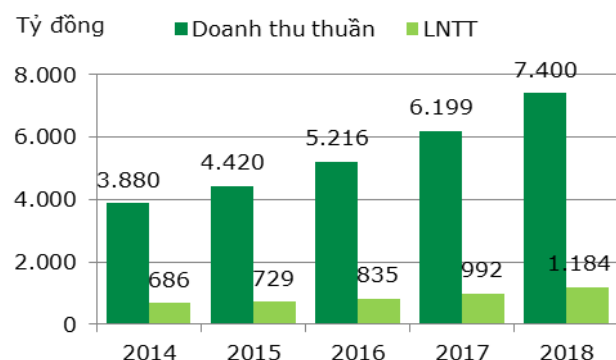


Nguồn: Báo cáo tài chính đã kiểm toán của DHG và Phân tích của VPBS

Các chỉ số thanh toán và thanh khoản cao của DHG cho thấy sức khỏe tài chính của công ty là khá tốt. Cuối năm 2013, 64% tổng tài sản được huy động từ vốn chủ sở hữu và chỉ có 7% là từ các khoản nợ vay. Tiền mặt của công ty luôn ở mức dồi dào; số dư tiền mặt tại thời điểm cuối năm 2013 có thể dễ dàng thanh toán 60% các khoản nợ ngắn hạn. Do những lý do như trên, chúng tôi chưa có mối lo ngại nào liên quan đến khả năng thanh toán của DHG trong những năm sắp tới.

## Kết quả kinh doanh quý 1 và kế hoạch kinh doanh năm 2014

### Kế hoạch kinh doanh của công ty



Nguồn: Báo cáo thường niên năm 2013 của DHG

### Kết quả kinh doanh quý 1 năm 2014

Tỷ đồng	1Q2014	4Q2013	% q-o-q	1Q2013	% y-o-y
Doanh thu	728	1,140	-36,1%	770	-5,5%
LN gộp	381	536	-28,9%	345	10,3%
Biên LN gộp	52,3%	47,0%	n/a	44,8%	n/a
LN từ hoạt động kinh doanh	152	193	-21,4%	140	8,6%
Biên LN từ hoạt động kinh doanh	20,8%	16,9%	n/a	18,1%	n/a
LN ròng	118	139	-14,6%	116	2,0%
Biên LN ròng	16,3%	12,2%	n/a	15,1%	n/a

Nguồn: Báo cáo tài chính đã kiểm toán của DHG

Căn cứ trên các dữ liệu phân tích, chúng tôi nhận thấy trong quá khứ, kết quả kinh doanh thực hiện của công ty luôn có xu hướng vượt từ 10% đến 30% kế hoạch do ban lãnh đạo đặt ra hàng năm. Do vậy, chúng tôi tin rằng xu hướng này sẽ vẫn giữ nguyên trong thời gian dự báo.

Theo lời giải trình của ban lãnh đạo, do quý đầu tiên rơi vào dịp nghỉ lễ Tết Nguyên Đán nên doanh thu của DHG trong quý này thường thấp hơn so với các quý còn lại. Doanh thu trong quý 1 năm 2014 giảm 36,1% so với quý 4 năm 2013 và 5,5% so với cùng kỳ năm trước do lượng hàng tồn trên thị trường từ cuối năm 2013. Ngoài ra, Thông tư 36/2013/TTLT-BYT-BTC cũng đã có ảnh hưởng tiêu cực lên doanh thu bán hàng qua kênh ETC của DHG trong quý 1 năm nay.

## PHÂN TÍCH SWOT

ĐIỂM MẠNH	ĐIỂM YẾU
<ul style="list-style-type: none"> <li>❖ DHG là công ty dược phẩm dẫn đầu về sản lượng sản xuất và thị phần so với các công ty dược trong nước trong năm năm qua.</li> <li>❖ Công suất sản xuất sẽ tăng gấp đôi lên 9,6 tỷ đvsp vào cuối năm 2014 nhờ hai nhà máy mới tại KCN TPT.</li> <li>❖ DHG có mạng lưới phân phối khá lớn với 12 công ty con, 24 văn phòng đại diện và 68 nhà thuốc tại bệnh viện trên khắp 64 tỉnh thành tại Việt Nam.</li> <li>❖ Bà Phạm Thị Việt Nga, Tổng Giám đốc của DHG, là một nhà lãnh đạo xuất sắc và gắn bó với công ty từ những ngày tháng đầu tiên. Bà Nga đảm nhiệm các chức vụ quản lý quan trọng tại DHG từ năm 1988, như Tổng Giám đốc từ năm 1988 đến năm 2012 và Chủ tịch HĐQT từ năm 2004 đến năm 2013.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>❖ DHG vẫn phải nhập khẩu đến 80% nhu cầu về nguyên liệu. Do vậy, những biến động trong giá cả API tại các thị trường quốc tế sẽ có ảnh hưởng ít nhiều đến hoạt động của công ty.</li> <li>❖ Doanh thu xuất khẩu vẫn còn thấp và chỉ chiếm 1% tổng doanh thu trong những năm gần đây.</li> <li>❖ Mức độ quen thuộc của người tiêu dùng đối với sản phẩm của DHG vẫn còn thấp. Hiện nay, thương hiệu DHG chỉ được biết đến rộng rãi tại cấp độ phân phối và bán lẻ nhưng chưa phổ biến đối với người tiêu dùng.</li> <li>❖ Hoạt động R&amp;D vẫn còn thấp và chưa đạt mức tối ưu.</li> <li>❖ DHG vẫn chưa có những động thái rõ ràng để tìm và huấn luyện thế hệ lãnh đạo nối tiếp.</li> </ul>
CƠ HỘI	THÁCH THỨC
<ul style="list-style-type: none"> <li>❖ Cải thiện nhận thức về sức khỏe của tầng lớp trung lưu cũng như mức thu nhập ngày càng cao tại Việt Nam đã dẫn đến sự tăng trưởng mức chi tiêu dược phẩm trong những năm gần đây.</li> <li>❖ Thuốc generic của DHG có giá rẻ hơn so với thuốc nhập khẩu và vì vậy có lợi thế cạnh tranh lớn trong phân khúc khách hàng có mức thu nhập từ thấp đến trung bình.</li> <li>❖ Danh mục TPCN và các sản phẩm từ dược liệu của công ty có tiềm năng tăng trưởng lớn trong tương lai.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>❖ Các công ty dược phẩm trong nước khác cũng sản xuất và cung cấp các sản phẩm tương tự như của DHG. Vì vậy, nếu kéo dài cạnh tranh về giá, tất cả các công ty dược đều chịu thiệt hại.</li> <li>❖ Các công ty đối thủ nước ngoài thường có tiềm lực tài chính khá mạnh, công nghệ hiện đại hơn và khả năng tiếp cận thị trường quốc tế dễ dàng hơn so với các công ty trong nước.</li> <li>❖ Người tiêu dùng và bác sĩ tại Việt Nam có xu hướng ưa chuộng thuốc ngoại hơn là thuốc sản xuất trong nước.</li> <li>❖ Thông tư 12/2012/TTLT-BYT-BTC và Thông tư 36/2013/TTLT-BYT-BTC có tác động tiêu cực đến doanh thu bán hàng qua kênh ETC của DHG.</li> </ul>



## ĐỊNH GIÁ

### Các giả định dự báo chính

#### Giả định về mức tăng trưởng

Tổ chức BMI ước tính tốc độ tăng trưởng hàng năm của ngành dược phẩm Việt Nam sẽ đạt khoảng từ 15% đến 19% trong giai đoạn từ năm 2014 đến năm 2018. Vì DHG là doanh nghiệp sản xuất thuốc lớn nhất trong nước, chúng tôi cho rằng rằng doanh thu bán thành phẩm của công ty sẽ có tăng trưởng khá tương ứng với xu hướng của ngành, tuy tốc độ tăng trưởng sẽ có phần thấp hơn.

Tại Việt Nam, vitamin và TPCN vẫn là phân khúc sản phẩm mới với nhiều tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ trong dài hạn. Từ năm 2010 đến năm 2013, doanh thu bán TPCN (chiếm 14% doanh thu sản phẩm tự sản xuất của DHG trong năm 2013) đã đạt tốc độ tăng trưởng hàng năm từ 23% và 26%. Trong giai đoạn dự báo, chúng tôi dự phóng phân khúc này sẽ đạt tốc độ tăng trưởng hàng năm là 25%.

Đối với các mảng kinh doanh khác, căn cứ trên tình hình hoạt động của công ty trong những năm gần đây, chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng sẽ đạt mức tăng trưởng bình quân 10% cho giai đoạn dự báo.

Tăng trưởng DT	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Sản phẩm tự SX	21,5%	17,3%	11,1%	19,0%	18,6%	18,2%	17,9%	16,7%
Các mảng khác	35,5%	21,8%	130,4%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%

#### Giả định với biên lợi nhuận

Biên lợi nhuận gộp: Do dòng sản phẩm tự sản xuất luôn chiếm trên 80% doanh thu thuần và 98% lợi nhuận gộp của DHG trong quá khứ, biên lợi nhuận gộp của phân khúc này là nhân tố quyết định đến lợi nhuận gộp của toàn công ty. Từ năm 2010 đến năm 2013, biên lợi nhuận gộp của phân khúc sản phẩm tự sản xuất dao động quanh mức 52% và 54%. Trong giai đoạn dự báo, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp của DHG sẽ giảm nhẹ mỗi năm từ mức 53,0% trong năm 2014 xuống mức 51,6% trong năm 2018 do lợi thế quy mô từ việc tăng năng suất sẽ chỉ có thể làm giảm phần nào sự gia tăng về chi phí khấu hao và chi phí đầu vào.

Biên LN gộp	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Sản phẩm tự SX	51,9%	52,8%	53,6%	53,0%	52,5%	52,0%	51,8%	51,6%
Các mảng khác	8,0%	7,4%	5,2%	5,5%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%

Chi phí bán hàng và chi phí quản lý: Chúng tôi dự phóng tỷ lệ chi phí bán hàng và chi phí quản lý trên doanh thu thuần của DHG sẽ lần lượt ở mức ổn định là 23% và 8% trong giai đoạn dự báo.

Chi phí thuế: Như đã đề cập ở trên, hai nhà máy mới của DHG tại KCN TPT sẽ được hưởng mức thuế suất ưu đãi trong vòng 15 năm kể từ năm 2014. Vì vậy, chúng tôi dự phóng thuế suất của DHG sẽ ở mức 5% trong giai đoạn từ năm 2014 đến năm 2017 và ở mức 9% cho năm 2018.

## Giả định về bảng cân đối kế toán

Chúng tôi đặt các giả định sau đây đối với bảng cân đối kế toán của công ty:

	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Số ngày phải thu	49	55	52	53	53	53	53	53
Số ngày tồn kho	147	126	147	136	136	136	136	136
Số ngày phải trả	35	18	52	35	35	35	35	35
Chi phí đầu tư (% DT)	10,1%	4,4%	9,7%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Chi phí khấu hao (% DT)	2,2%	2,3%	2,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Nợ vay (tỷ đồng)	21	41	178	100	100	100	100	100
Cổ tức (đồng /cp)	4.000	2.000	3.500	3.500	3.500	3.500	3.500	3.500

## Phương pháp định giá DCF

Chúng tôi sử dụng mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF) để định giá cổ phiếu DHG vì chúng tôi tin rằng trong tương lai dòng tiền vẫn là yếu tố cơ bản thúc đẩy tăng trưởng cổ phiếu này. Mô hình DCF của chúng tôi thiết lập giá mục tiêu cho DHG là 123,900 đồng/cổ phiếu. Các giả định dùng trong mô hình DCF của chúng tôi như sau:

- *Lãi suất phi rủi ro* được lấy từ lợi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm, tương đương với 7,2%.
- *Tỷ suất lợi nhuận thị trường* dự kiến ở mức 15,0%.
- *Beta* được ước tính ở mức 0,66.
- Chi phí vốn cổ phần được ước tính là 12,3% theo mô hình định giá tài sản vốn (CAPM).
- *Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)* là 12,2%.
- *Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn* của DHG là 6,5%.

## Độ nhạy của giá cổ phiếu đối với WACC và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn

		WACC				
		11,2%	11,7%	12,2%	12,7%	13,2%
Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn	4,5%	118.700	112.300	106.800	102.000	97.900
	5,5%	129.200	121.000	114.100	108.200	103.100
	6,5%	144.200	133.100	123.900	116.300	109.900
	7,5%	167.300	150.800	137.900	127.500	119.000
	8,5%	207.400	179.600	159.400	144.000	132.000

## Độ nhạy của giá cổ phiếu đối với sự thay đổi giả định dự báo biên lợi nhuận của dòng sản phẩm tự sản xuất và tỷ trọng CPBH và CPQL trên doanh thu

		% thay đổi biên LN gộp - HTSX				
		-4,0%	-2,0%	0,0%	2,0%	4,0%
% thay đổi tỷ suất CPBH và CPQL trên doanh thu	-2,0%	132.100	147.700	162.600	176.700	190.000
	-1,0%	111.800	127.900	143.300	157.800	171.500
	0,0%	91.600	108.100	123.900	138.900	153.000
	1,0%	71.300	88.300	104.500	120.000	134.600
	2,0%	51.100	68.500	85.200	101.000	116.100

## Phương pháp định giá dựa trên thị trường

### So sánh nhóm công ty cùng ngành

Tên công ty	Vốn hóa thị trường	Tăng trưởng doanh thu		Biên LN ròng		Tỷ số nợ/vốn chủ sở hữu		Tỷ số LN/tổng tài sản (ROA)		Tỷ số LN/vốn chủ sở hữu (ROE)		Chỉ số P/E		Chỉ số P/B		Chỉ số P/E tương đối hiện tại	Chỉ số P/B tương đối hiện tại	
	triệu USD	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	Hiện tại	2014	Hiện tại	2014			
Các công ty trong nước	Sàn GD	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%							
CTCP Traphaco	HSX	89	31,8	20,1	8,3	8,9	45,0	15,2	12,9	14,5	27,3	26,3	13,3	11,7	2,7	NA	1,03	1,53
CTCP Xuất Nhập Khẩu Y Tế Domesco	HSX	46	11,3	13,4	7,2	7,5	13,6	17,2	10,7	11,5	15,8	17,9	8,7	7,1	1,5	NA	0,67	0,82
CTCP Dược phẩm Imexpharm	HSX	39	5,4	2,8	9,5	7,2	0,0	0,0	9,0	6,9	10,9	8,4	13,4	9,3	1,1	1,0	1,04	0,61
CTCP Dược phẩm OPC	HSX	36	23,1	11,9	11,1	10,0	19,8	19,7	11,6	10,9	17,3	16,0	13,5	11,6	2,1	NA	1,04	1,16
CTCP Dược phẩm Pharmedic	HNX	20	14,9	17,9	14,6	15,6	0,0	0,0	27,7	29,5	36,1	39,0	6,4	9,2	2,9	NA	0,41	3,07
CTCP Dược phẩm Cửu Long	HSX	13	-2,9	10,3	3,1	4,5	132,3	NA	2,5	NA	8,0	NA	7,6	7,1	1,0	NA	0,59	0,54
Trung bình			13,9	12,7	9,0	8,9	35,1	10,4	12,4	14,7	19,2	21,5	10,5	9,3	1,9	1,0	0,80	1,29
Trung vị			13,1	12,7	8,9	8,2	16,7	15,2	11,1	11,5	16,5	17,9	11,0	9,3	1,8	1,0	0,85	0,99
Global pharmaceutical companies	Quốc gia																	
Tempo Scan Pacific Tbk PT	In-đô-nê-xi-a	1.113	14,7	3,4	9,5	9,3	NA	4,9	14,1	12,6	19,8	17,8	19,6	18,3	3,1	3,0	0,88	1,24
Torrent Pharmaceuticals Ltd	Ấn Độ	1.728	22,7	17,7	10,9	14,2	49,3	50,5	10,1	12,6	25,6	33,1	15,5	17,9	5,4	5,6	0,88	1,91
Strides Arcolab Ltd	Ấn Độ	504	-9,5	NA	36,7	NA	63,4	NA	16,7	NA	49,8	NA	3,5	20,6	1,5	1,1	0,20	0,51
Hunan Er-Kang Pharmaceutical Co Ltd, Trung Quốc		2.178	37,3	21,1	18,3	19,2	0,0	0,0	12,8	14,4	13,7	15,5	70,0	53,9	10,2	8,7	7,12	8,03
Alembic Pharmaceuticals Ltd	Ấn Độ	860	22,0	3,7	8,9	10,9	89,3	37,1	13,7	15,7	37,6	36,8	21,6	21,1	7,5	7,5	1,22	2,67
Unichem Laboratories Ltd	Ấn Độ	314	6,2	23,5	8,1	10,5	10,5	3,7	7,6	11,0	11,1	16,3	11,0	13,9	2,3	2,2	0,62	0,80
Natco Pharma Ltd	Ấn Độ	429	13,9	26,1	11,4	10,9	54,5	62,1	7,4	7,2	14,4	14,3	33,4	24,2	4,5	3,7	1,89	1,60
Trung bình			15,3	15,9	14,8	12,5	44,5	26,4	11,8	12,3	24,6	22,3	24,9	24,3	4,9	4,6	1,83	2,39
Trung vị			14,7	19,4	10,9	10,9	51,9	21,0	12,8	12,6	19,8	17,0	19,6	20,6	4,5	3,7	0,88	1,60
Trung bình			14,7	14,3	12,1	10,7	39,8	19,1	12,1	13,4	22,1	22,0	18,3	17,4	3,5	4,1	1,35	1,88
Trung vị			14,7	15,6	9,5	10,2	32,4	15,2	11,6	12,6	17,3	17,8	13,4	13,9	2,7	3,4	0,88	1,24
CTCP Dược Hậu Giang	Việt Nam	362	17,7	20,3	16,6	16,7	2,4	9,0	22,5	21,7	31,7	32,1	12,9	11,1	3,6	3,1	1,01	2,03

Số liệu năm 2014 của công ty trong nước (trừ DHG) được tính toán dựa trên kế hoạch kinh doanh theo nghị quyết của công ty.

Nguồn: Bloomberg, VPBS. Dữ liệu ngày 15/5/2014

So với các chỉ số bình quân của các công ty cùng ngành trong năm 2012 và năm 2013, biên lợi nhuận ròng, chỉ số ROE và ROA là khá cao trong khi tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu của công ty thấp hơn đáng kể. Thêm vào đó, tốc độ tăng trưởng doanh thu của công ty trong hai năm 2012 và năm 2013 tương đối cao so với mức bình quân của nhóm công ty cùng ngành. Chỉ số P/E và P/B của cổ phiếu DHG tuy có cao hơn so với các doanh nghiệp dược trong nước, nhưng đều thấp hơn so với mức định giá của các công ty dược ở các quốc gia khác trong khu vực.

Định giá P/E	P/E công ty / P/E thị trường	VN-Index P/E	P/E của DHG	Tỷ trọng
Các công ty trong nước	0,8	12,0	9,5	70%
Các công ty nước ngoài	1,8	12,0	21,9	30%
<b>P/E mục tiêu</b>			<b>13,3</b>	

### Giá mục tiêu DHG

Phương pháp	Định giá	Tỷ trọng
DCF	123.900	60%
P/E tại mức 13,3 lần	140.500	40%
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>		<b>130.500</b>

## Phân tích kỹ thuật

DHG bắt đầu xu hướng tăng giá trung hạn mới từ tháng 12 năm 2013 và đạt đỉnh vào tháng 3 năm 2014 tại mức giá 150.000 đồng/cổ phiếu. Sau đó, DHG bắt đầu giảm giá, bước vào giai đoạn điều chỉnh. Từ khi đồ thị kỹ thuật DHG phá vỡ ngưỡng hỗ trợ tạo bởi đường MA50 ngày 7 tháng 5, xu hướng tăng điểm trung hạn chính thức cho tín hiệu kết thúc. Hiện tại, DHG đang giao dịch quanh đường hỗ trợ MA200 tại vùng giá 115.000-120.000 đồng và chúng tôi chưa quan sát thấy tín hiệu tạo đáy rõ ràng.

Mã cổ phiếu	DHG (đồng/cổ phiếu)
Thời gian phân tích	3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong 3 tháng	150,000
Giá thấp nhất trong 3 tháng	112,000
Đường MA50 ngày (15/5/2014)	137,000
Đường MA100 ngày (15/5/2014)	128,000
Kháng cự trung hạn	137,000
Hỗ trợ trung hạn	115,000
<b>Khuyến nghị</b>	<b>NĂM GIỮ</b>

Do đó, chúng tôi cho rằng DHG hiện vẫn đang nằm trong xu hướng giảm điểm với ngưỡng kháng cự mạnh tại 137.000 đồng. Tuy vậy, trong ngắn hạn, DHG có thể xuất hiện một đợt phục hồi nhỏ.



---

## KẾT LUẬN

DHG là công ty đứng đầu trong số các công ty dược phẩm trong nước. Công ty sở hữu mạng lưới phân phối sâu rộng và có doanh thu cao nhất so với nhóm công ty trong nước cùng ngành trong năm năm qua. Sản phẩm chủ lực của công ty là dòng thuốc generic trong danh mục thuốc kháng sinh và thuốc giảm đau. Hai nhóm thuốc này chiếm hơn 60% tổng doanh thu thuần của DHG mỗi năm trong năm năm qua.

Dựa trên các phân tích cơ bản, chúng tôi nhận định DHG là một công ty đang trong giai đoạn tăng trưởng và có dây chuyền sản xuất hoạt động tương đối hiệu quả với mức sinh lời cao. Hiện tại, DHG và các doanh nghiệp dược phẩm trong nước đang được hỗ trợ bởi nhiều yếu tố vĩ mô tích cực, ví dụ như sự gia tăng của cả dân số lẫn mức thu nhập tại hộ gia đình.

Chúng tôi cho rằng với mức giá thị trường tại ngày 15 tháng 5 năm 2014 là 117.000 đồng/cổ phiếu thì cổ phiếu DHG đang hội tụ yếu tố hấp dẫn cho các nhà đầu tư dài hạn. Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu DHG với giá mục tiêu 12 tháng là 130.500 đồng/cổ phiếu.

Trong năm năm qua, tỷ lệ sở hữu nước ngoài tại DHG thường dao động từ mức 46% đến 49% (giới hạn sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài). Điều này chứng tỏ rằng các nhà đầu tư nước ngoài đánh giá cao triển vọng dài hạn của công ty. Đối với cơ hội đầu tư ngắn hạn, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư thận trọng hơn khi tham gia thị trường do thanh khoản của cổ phiếu thấp và hệ số beta (0,66) cũng thấp hơn so với VN-Index.

<b>BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đồng)</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>
<b>Doanh thu</b>	<b>2.491</b>	<b>2.931</b>	<b>3.527</b>	<b>4.150</b>	<b>4.873</b>	<b>5.710</b>	<b>6.676</b>	<b>7.741</b>
% tăng trưởng	22,4%	17,7%	20,3%	17,7%	17,4%	17,2%	16,9%	16,0%
Giá vốn hàng bán	1.282	1.487	1.887	2.224	2.613	3.065	3.574	4.138
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.209</b>	<b>1.444</b>	<b>1.640</b>	<b>1.926</b>	<b>2.260</b>	<b>2.644</b>	<b>3.102</b>	<b>3.603</b>
Chi phí bán hàng	559	710	770	955	1.121	1.313	1.535	1.780
Chi phí quản lý doanh nghiệp	185	218	271	332	390	457	534	619
<b>Lợi nhuận trước lãi vay và thuế (EBIT)</b>	<b>465</b>	<b>516</b>	<b>600</b>	<b>640</b>	<b>750</b>	<b>874</b>	<b>1.032</b>	<b>1.204</b>
Khấu hao	54	67	71	125	146	171	200	232
<b>Lợi nhuận trước lãi vay, thuế và khấu hao (EBITDA)</b>	<b>518</b>	<b>583</b>	<b>671</b>	<b>764</b>	<b>896</b>	<b>1.045</b>	<b>1.233</b>	<b>1.436</b>
Doanh thu tài chính	49	42	48	75	88	103	120	139
Chi phí tài chính	7	4	16	13	9	9	10	11
Lợi nhuận khác	-5	31	151	33	34	36	38	40
Lợi nhuận từ công ty liên doanh	-10	0	0	0	0	0	0	0
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>491</b>	<b>585</b>	<b>782</b>	<b>734</b>	<b>863</b>	<b>1.004</b>	<b>1.180</b>	<b>1.372</b>
Thuế	71	93	188	37	43	50	59	124
Mức thuế	14,5%	16,0%	24,1%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	8,4%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>420</b>	<b>491</b>	<b>593</b>	<b>697</b>	<b>820</b>	<b>954</b>	<b>1.121</b>	<b>1.249</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	4	5	4	7	8	10	11	12
<b>Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ</b>	<b>416</b>	<b>486</b>	<b>589</b>	<b>690</b>	<b>812</b>	<b>944</b>	<b>1.110</b>	<b>1.236</b>
<i>Biên LNST</i>	<i>16,7%</i>	<i>16,6%</i>	<i>16,7%</i>	<i>16,6%</i>	<i>16,7%</i>	<i>16,5%</i>	<i>16,6%</i>	<i>16,0%</i>
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	6.382	7.443	9.010	10.562	12.417	14.442	16.984	18.913
<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>1.491</b>	<b>1.818</b>	<b>2.233</b>	<b>2.442</b>	<b>2.881</b>	<b>3.436</b>	<b>4.142</b>	<b>4.949</b>
Tiền và các khoản tương đương tiền	467	719	613	635	802	1.040	1.387	1.797
Các khoản đầu tư ngắn hạn	0	0	170	170	170	170	170	170
Các khoản phải thu	338	444	506	603	708	829	969	1.124
Trả trước người bán	79	84	107	127	149	175	204	236
Các khoản trả trước ngắn hạn	1	1	1	1	2	2	2	2
Hàng tồn kho	515	512	758	829	973	1.142	1.332	1.542
Tài sản ngắn hạn khác	90	58	78	78	78	78	78	78
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>505</b>	<b>561</b>	<b>848</b>	<b>1.139</b>	<b>1.480</b>	<b>1.879</b>	<b>2.347</b>	<b>2.889</b>
Tài sản cố định	459	517	799	1.090	1.431	1.830	2.298	2.840
Các khoản đầu tư dài hạn	17	17	21	21	21	21	21	21
Tài sản dài hạn khác	28	27	28	28	28	28	28	28
<b>Tổng tài sản</b>	<b>1.996</b>	<b>2.378</b>	<b>3.081</b>	<b>3.581</b>	<b>4.361</b>	<b>5.315</b>	<b>6.488</b>	<b>7.838</b>
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>544</b>	<b>654</b>	<b>1.030</b>	<b>1.113</b>	<b>1.302</b>	<b>1.531</b>	<b>1.812</b>	<b>2.141</b>
Các khoản phải trả	124	74	268	213	251	294	343	397
Người mua trả tiền trước	1	1	3	2	2	3	3	4
Vay nợ ngắn hạn	21	19	127	100	100	100	100	100
Phải trả người lao động	126	157	207	269	350	455	591	768
Chi phí trích trước	166	242	236	322	378	442	517	600
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	45	63	66	83	97	113	133	148
Nợ ngắn hạn khác	62	97	124	124	124	124	124	124
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>58</b>	<b>21</b>	<b>51</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Vay nợ dài hạn	0	21	51	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	58	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nợ phải trả</b>	<b>602</b>	<b>675</b>	<b>1.081</b>	<b>1.113</b>	<b>1.302</b>	<b>1.531</b>	<b>1.812</b>	<b>2.141</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.382</b>	<b>1.688</b>	<b>1.981</b>	<b>2.443</b>	<b>3.026</b>	<b>3.741</b>	<b>4.622</b>	<b>5.630</b>
Vốn cổ phần & thặng dư vốn cổ phần	652	654	654	654	654	654	654	654
Lợi nhuận chưa phân phối	377	477	560	1.021	1.604	2.319	3.201	4.208
Vốn khác	286	491	701	701	701	701	701	701
<b>Lợi ích cổ đông thiểu số</b>	<b>12</b>	<b>16</b>	<b>18</b>	<b>25</b>	<b>33</b>	<b>43</b>	<b>54</b>	<b>66</b>



<b>BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	263	470	484	737	875	1.029	1.232	1.401
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	-188	-88	-468	-415	-487	-571	-668	-774
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	-251	-131	-122	-300	-221	-219	-218	-216
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>-175</b>	<b>252</b>	<b>-106</b>	<b>22</b>	<b>167</b>	<b>238</b>	<b>347</b>	<b>411</b>
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	643	467	719	613	635	802	1.040	1.387
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	467	719	613	635	802	1.040	1.387	1.797

<b>PHÂN TÍCH CÁC CHỈ SỐ</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>
<b>Chỉ số định giá</b>								
Chỉ số P/E			13,0x	11,1x	9,4x	8,1x	6,9x	6,2x
Chỉ số P/B			3,9x	3,1x	2,5x	2,0x	1,7x	1,4x
EV/EBIT			8,9x	8,3x	7,1x	6,1x	5,2x	4,4x
EV/EBITDA			8,0x	7,0x	6,0x	5,1x	4,3x	3,7x
Giá cp/Doanh thu			2,2x	1,8x	1,6x	1,3x	1,1x	1,0x
Lợi suất cổ tức			3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<b>Chỉ số sinh lời</b>								
Biên LN gộp	48,5%	49,3%	46,5%	46,4%	46,4%	46,3%	46,5%	46,5%
Biên EBITDA	20,8%	19,9%	19,0%	18,4%	18,4%	18,3%	18,5%	18,5%
Biên LN hoạt động	18,7%	17,6%	17,0%	15,4%	15,4%	15,3%	15,5%	15,5%
Biên LNTT	19,7%	20,0%	22,2%	17,7%	17,7%	17,6%	17,7%	17,7%
Biên LN ròng	16,7%	16,6%	16,7%	16,6%	16,7%	16,5%	16,6%	16,0%
Tỷ số LN/tổng tài sản	22,0%	22,5%	21,7%	20,9%	20,6%	19,7%	19,0%	17,4%
Tỷ số LN/vốn chủ sở hữu	31,2%	31,7%	32,1%	31,2%	29,7%	27,9%	26,5%	24,1%
<b>Chỉ số đòn bẩy tài chính</b>								
Tỷ số thanh toán lãi vay	228x	197,5x	264,1x	59,9x	125,0x	145,7x	172,0x	200,6x
Tỷ số thanh toán lãi vay và chi phí đầu tư	2,1x	4,5x	1,9x	1,8x	1,8x	1,8x	1,8x	1,8x
Tỷ số nợ/tổng nguồn vốn	1,5%	2,4%	8,2%	3,9%	3,2%	2,6%	2,1%	1,7%
Tỷ số nợ/vốn chủ sở hữu	1,5%	2,4%	9,0%	4,1%	3,3%	2,7%	2,2%	1,8%
<b>Chỉ số thanh khoản</b>								
Hệ số vòng quay tài sản	1,3x	1,3x	1,3x	1,2x	1,2x	1,2x	1,1x	1,1x
Hệ số vòng quay các khoản phải thu	49,5	55,3	52,3	53,0	53,0	53,0	53,0	53,0
Hệ số vòng quay các khoản phải trả	35,2	18,1	51,8	35,0	35,0	35,0	35,0	35,0
Hệ số vòng quay hàng tồn kho	146,7	125,6	146,6	136,0	136,0	136,0	136,0	136,0
Hệ số thanh toán hiện hành	2,7x	2,8x	2,2x	2,2x	2,2x	2,2x	2,3x	2,3x
Hệ số thanh toán nhanh	1,8x	2,0x	1,4x	1,5x	1,5x	1,5x	1,6x	1,6x



### Barry David Weisblatt

Giám đốc Khối Phân tích  
barryw@vpbs.com.vn

### Lưu Bích Hồng

Giám đốc – Phân tích cơ bản  
honglb@vpbs.com.vn

### Nguyễn Hữu Toàn

Chuyên viên phân tích  
toannh@vpbs.com.vn

### Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế  
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội  
T - +84 (0) 4 3974 3655  
F - +84 (0) 4 3974 3656

### Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
T - +84 (0) 8 3823 8608  
F - +84 (0) 8 3823 8609

### Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh,  
Quận Hải Châu, Đà Nẵng  
T - +84 (0) 511 356 5419  
F - +84 (0) 511 356 5418

## Hướng dẫn khuyến nghị

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) sử dụng hệ thống khuyến nghị như sau:

**Mua:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới lớn hơn +15%

**Giữ:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới dao động từ -10% đến +15%

**Bán:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới thấp hơn -10%

## Khuyến cáo

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web và bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.