

## Ngành Dược

Báo cáo cập nhật

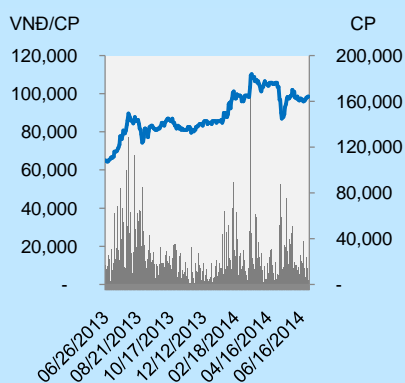
Tháng 6, 2014

Khuyến nghị	<b>NEUTRAL</b>
Giá kỳ vọng (VND)	<b>105.000</b>
Giá thị trường (27/06/2014)	98.500
Lợi nhuận kỳ vọng	6,6%

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	64.000-110.000
Vốn hóa	8.585 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	87.154.200 CP
KLGD bình quân 10 ngày	15.436 CP
% sở hữu nước ngoài	49%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	3.000 đồng/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	2,5 %
Beta	0,78

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
DHG	51,2%	-2,5%	-3,4%	26,5%
VN-Index	22,2%	4,0%	-0,9%	4,6%

Chuyên viên phân tích

**Lê Duy Khánh**

(84 8) 3914 6888 ext: 133

leduykhanh@baoviet.com.vn

# Công ty Cổ phần Dược Hậu Giang

Mã giao dịch: DHG

Reuters: DHG.HM

Bloomberg: DHG VN

## Tốc độ tăng trưởng chậm lại trong năm 2014.

### Cập nhật KQKD 5 tháng 2014 & Ước tính KQKD Q2/2014

5 tháng đầu năm 2014, doanh thu thuần đạt 1358,5 tỷ đồng, tăng 9,5% yoy. LNTT đạt 269 tỷ đồng tăng 7,06% so với cùng kỳ. BVSC ước tính DHG có thể đạt 896 tỷ doanh thu trong Q2/2014, tăng 15% yoy. LNST dự báo đạt 140 tỷ đồng, tăng 11,7% yoy.

### Triển vọng 2014

Dự báo năm 2014 DHG có thể đạt được 3,878 tỷ đồng doanh thu, tăng 10% so với cùng kỳ. Trong năm 2014 dự báo lợi nhuận gộp biên tăng mạnh đồng thời chi phí bán hàng cũng tăng mạnh do một số thay đổi về cách ghi nhận kế toán. Việc tăng giải ngân vào các dự án sẽ làm giảm lượng tiền mặt, kéo theo doanh thu hoạt động tài chính giảm. Trong năm nay thì DHG cũng không còn khoản thu nhập bất thường khác như năm 2013 (chuyển nhượng nhãn hiệu Eugica). Dự báo năm 2014 DHG có thể đạt được 546,5 tỷ LNST, giảm 7,2% yoy. Tuy nhiên nếu loại trừ thu nhập bất thường từ chuyển nhượng nhãn hiệu Eugica thì LNST 2014 tăng 12,2% yoy. Dự phóng EPS 2014 đạt 8.385 đồng/cổ phiếu.

### Khuyến nghị

DHG vẫn là doanh nghiệp dẫn đầu tuyệt đối so với các doanh nghiệp dược khác của Việt Nam. Tuy nhiên, với khó khăn chung của các doanh nghiệp dược trong nước do đấu thầu vào kênh ETC không còn thuận lợi, cùng với cạnh tranh khốc liệt ở thị trường OTC thì DHG cũng đã có dấu hiệu tăng trưởng chậm lại trong năm 2014. Sau khi đưa 2 nhà máy mới đi vào hoạt động (Nhà máy NonBetalactam vào tháng 4/2014 và nhà máy Betalactam dự kiến vào cuối năm 2014) thì năng lực sản xuất của DHG sẽ tăng gấp đôi lên 9,6 tỷ đơn vị sản phẩm. Tuy nhiên, việc công suất tăng thêm cũng chỉ là điều kiện cần thiết để đảm bảo DHG có thể duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trong thời gian tới tương đương với giai đoạn 5 năm vừa qua chứ không thực sự tạo nên bước thay đổi đột phá cho kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Với tốc độ tăng trưởng chậm lại trong năm 2014 và chưa có triển vọng thực sự đột biến nào trong thời gian tới, chúng tôi tạm thời đánh giá **NEUTRAL** đối với cổ phiếu DHG trong năm 2014 với giá mục tiêu theo phương pháp định giá DCF là **105.000 đồng/cp**, cao hơn 6,6% so với mức giá đóng cửa của ngày 27/6/2014. Tương ứng với P/E dự phóng 2014 là 12,5 lần.

### Một số chỉ số tài chính của DHG

Chỉ số tài chính		2011	2012	2013	2014F
Doanh thu	Tỷ VND	2.491	2.931	3.527	3.878
EBITDA	Tỷ VND	506	554	631	677
EBIT	Tỷ VND	560	620	702	787
LNST	Tỷ VND	416	486	589	547
EPS	VND	6.375	7.433	9.009	8.385
P/E	x	15,4	13,3	10,9	11,7
P/B	x	4,6	3,8	3,3	2,8
ROA	%	21,0%	20,7%	19,3%	16,4%
ROE	%	30,4%	29,1%	29,9%	23,9%

(Nguồn: BCTC DHG, BVSC tổng hợp, dự báo)

**THÔNG TIN SỞ HỮU**

Sở hữu nhà nước	43,31%
Sở hữu nước ngoài	49,00%
Sở hữu khác	7,69%

**CƠ ĐỒNG LỚN**

SCIC	43,31%
FTIF – Templeton Frontier Markets Fund	12,98%
AQUATEX BENTRE	10,98%
Portal Global Limited	7,2%

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO**
**Kết quả kinh doanh**

Đơn vị (tỷ VND)	2011	2012	2013	2014F
Doanh thu	2.491	2.931	3.527	3.878
Giá vốn	(1.282)	(1.487)	(1.887)	(1.976)
Lợi nhuận gộp	1.209	1.444	1.640	1.903
Doanh thu tài chính	49	42	48	33
Chi phí tài chính	(7)	(4)	(16)	(22)
Lợi nhuận sau thuế	416	486	589	547

**Bảng cân đối kế toán**

Đơn vị (tỷ VND)	2011	2012	2013	2014F
Tiền & khoản tương đương tiền	467	719	613	410
Các khoản phải thu ngắn hạn	490	574	667	734
Hàng tồn kho	515	512	758	732
Tài sản cố định hữu hình	459	517	799	1,304
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	17	17	21	128
<b>Tổng tài sản</b>	<b>1.996</b>	<b>2.378</b>	<b>3.081</b>	<b>3.364</b>
Nợ ngắn hạn	544	654	1.030	965
Nợ dài hạn	34	21	51	76
Vốn chủ sở hữu	1.382	1.688	1.981	2.305
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>1.996</b>	<b>2.378</b>	<b>3.081</b>	<b>3.364</b>

**Chỉ số tài chính**

Chỉ tiêu	2011	2012	2013	2014F
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu (%)	22,4%	17,7%	20,3%	10,0%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	9,0%	16,9%	21,2%	-7,2%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên (%)	48,5%	49,3%	46,5%	49,1%
Lợi nhuận thuần biên (%)	16,9%	16,8%	16,8%	14,2%
ROA (%)	20,8%	20,4%	19,1%	16,2%
ROE (%)	30,1%	28,8%	29,7%	23,7%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	1,1%	0,8%	4,1%	1,5%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	1,5%	1,2%	6,4%	2,2%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	6.375	7.433	9.009	8.385
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	21.197	25.815	30.307	35.258

## Cập nhật KQKD 5 tháng 2014

*Tăng trưởng doanh thu đã có dấu hiệu chậm lại trong 5 tháng đầu năm 2014*

*Từ năm 2014, DHG chỉ gia công, không còn phân phối hàng Eugica.*

*Phân phối hàng MSD nhằm tận dụng hệ thống phân phối rộng khắp sẵn có, đồng thời cũng là tiền đề cho các bước hợp tác sau này với MSD.*

*Thông tư 36 tiếp tục ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động đấu thầu vào bệnh viện, tuy nhiên tác động chung đối với doanh thu và lợi nhuận của DHG là không đáng kể.*

**Doanh thu thuần đạt 1358,5 tỷ đồng, tăng 9,5% yoy.** Có thể thấy mức tăng trưởng doanh thu này tương đối thấp so với mức tăng trưởng doanh thu hàng năm của DHG từ 17%-20%. Có 3 nguyên nhân được doanh nghiệp giải thích là:

**a. Kinh doanh hàng hóa giảm 32,6% còn 49,3 tỷ đồng.** Theo hợp đồng đã ký kết, từ năm 2014-2017, DHG Pharma chỉ thực hiện gia công, không tiếp tục phân phối các sản phẩm Eugica. Nếu loại trừ hàng Eugica, doanh thu thuần từ kinh doanh hàng hóa 5 tháng đầu năm 2014 tăng trưởng đến 93,3%, chủ yếu tăng từ nhóm hàng phân phối độc quyền của MSD.

*Nhận định BVSC:*

□ **Về hàng Eugica:** Năm 2013, DHG gia công hàng Eugica sau đó bán cho đối tác và ghi nhận doanh thu hàng gia công, sau đó đối tác bán lại cho DHG và công ty nhận phân phối đồng thời ghi nhận doanh thu phân phối. Năm 2014, DHG không còn phân phối nữa nên doanh thu phân phối không còn mà chỉ còn doanh thu từ hoạt động gia công. Doanh thu phân phối hàng Eugica năm 2013 là 191 tỷ đồng, với biên gộp hàng phân phối khoảng 4% thì lợi nhuận gộp từ hoạt động phân phối Eugica khoảng 7,6 tỷ đồng, do đó có thể nhận thấy mặc dù doanh thu giảm nhưng lợi nhuận sụt giảm từ hoạt động phân phối Eugica là hoàn toàn không đáng kể.

□ **Về phân phối hàng MSD:** Hàng phân phối độc quyền cho MSD có 12 mặt hàng thuộc nhóm tim mạch, tiểu đường và xương khớp. Các mặt hàng đều là thuốc gốc (patent), DHG phân phối các mặt hàng này trên cả 2 kênh OTC và ETC. Biên gộp của hoạt động phân phối này không cao. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy qua hoạt động phân phối độc quyền này thì DHG có thể tận dụng được hệ thống phân phối rộng khắp có sẵn của mình nhằm tăng thêm doanh thu và lợi nhuận, đồng thời đây có thể là tiền đề cho các bước hợp tác sau này với MSD. Sắp tới DHG có thể tiếp tục phân phối thêm một số mặt hàng, triển vọng từ hoạt động này theo chúng tôi là khá tốt.

**b. Doanh thu hàng khuyến mãi giảm từ 49,2 tỷ đồng còn 8,1 tỷ đồng, tương ứng tỷ lệ giảm 83,4%** do theo quy định mới, hàng khuyến mãi không ghi nhận doanh thu mà ghi nhận vào chi phí bán hàng (trước đây ghi nhận doanh thu hàng khuyến mãi và giá vốn hàng bán tương ứng). Tổng doanh thu hàng khuyến mãi trong năm 2013 đã ghi nhận là 136 tỷ đồng. Về bản chất thì đây chỉ là thay đổi trong cách ghi nhận kế toán.

**c. Tác động của thông tư 36 (thông tư 01 sửa đổi)** tiếp tục ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động đấu thầu vào bệnh viện, làm giảm 28% doanh thu hệ điều trị so với cùng kỳ 5 tháng đầu năm 2013. Tuy nhiên, doanh thu từ hệ thương mại đã tăng trưởng 22% so với cùng kỳ, góp phần làm cho tăng trưởng chung của hàng tự sản xuất đạt 14.4%. BVSC cho rằng đây là tình trạng chung của các

doanh nghiệp dược Việt Nam. Qua trao đổi với đại diện doanh nghiệp thì tỷ lệ ETC vẫn duy trì ở mức 10% trong 5 tháng đầu năm 2014, tuy nhiên do phải cạnh tranh về giá gay gắt nên để trúng thầu thì giá bán phải giảm, kéo theo biên gộp giảm.

Nói tóm lại, nguyên nhân làm doanh thu giảm chủ yếu đến từ phương pháp ghi nhận kế toán và không ghi nhận doanh thu phân phối Eugica, về tác động từ thông tư 01 thì chúng tôi nhận thấy không đáng kể vì từ lâu DHG đã giảm tỷ lệ kênh phân phối ETC (tỷ lệ này năm 2013 cũng chỉ 10,6%)

*Hàng sản xuất vẫn tăng tích cực với tỷ lệ tăng so với cùng kỳ đạt 14,4%.*

Tuy nhiên nếu quan sát kỹ hơn thì **hàng sản xuất của DHG vẫn tăng tích cực với tỷ lệ tăng so với cùng kỳ đạt 14,4%**. Doanh thu chủ yếu tăng nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 11,9%, giá bán tăng nhẹ 2,25% so với cùng kỳ. Trong 5 tháng đầu năm, DHG tiếp tục đẩy mạnh tiêu thụ kênh OTC đặc biệt là từ các sản phẩm chiếm tỷ trọng doanh thu chưa cao (doanh thu từ 60-70 tỷ/năm) do trước đây DHG không ưu tiên sản xuất vì bị hạn chế về công suất nhà máy. Với nhà máy mới đi vào hoạt động thì DHG có thể tiếp tục đẩy mạnh tiêu thụ các dòng sản phẩm này.

## Ước tính KQKD Q2/2014

Dựa trên kết quả kinh doanh 5 tháng đầu năm với doanh thu 1.358,5 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế 269 tỷ đồng tăng 7,06% so với cùng kỳ, cùng với tình hình kinh doanh trong tháng 6 đang tiến triển khá tốt, BVSC ước tính **DHG có thể đạt 896 tỷ doanh thu trong Q2/2014, tăng 15% yoy. Lợi nhuận thuần dự báo đạt 140 tỷ đồng, tăng 11,7% yoy.**

## Triển vọng 2014

**Dự báo năm 2014 DHG có thể đạt được 3,878 tỷ đồng doanh thu, tăng 10% so với cùng kỳ.**

*Biên lợi nhuận từ kênh OTC giảm, khấu hao tăng, một số thay đổi về ghi nhận kế toán tác động đến lợi nhuận gộp biên của DHG trong năm 2014.*

**Biên lợi nhuận gộp dự báo tăng mạnh từ 46,5% (2013) lên 49,1% (2014).** Mặc dù biên lợi nhuận từ kênh OTC giảm, đồng thời DHG phải chịu thêm khấu hao tăng thêm từ nhà máy mới khoảng 70 tỷ, tuy nhiên dự báo biên lợi nhuận gộp của DHG trong năm 2015 sẽ tăng mạnh lên 49,1% (2013 là 46,5%) nguyên nhân chính là do: i.) biên gộp từ kinh doanh hàng hóa tăng từ 3,7% lên 10% do không còn phân phối hàng Eugica (biên gộp phân phối mặt hàng này năm 2013 chỉ khoảng 4%). ii.) doanh thu hàng khuyến mãi không còn được ghi nhận mà sẽ hạch toán vào chi phí bán hàng.

**Chi phí quản lý và bán hàng tăng mạnh.** Với doanh thu hàng khuyến mãi được khi nhận vào chi phí bán hàng thì tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu thuần dự báo tăng 21,8% (2013) lên 23,8% (2014). Đồng thời với việc đi vào vận hành

*Dự kiến DHG sẽ được miễn thuế đối với thu nhập từ nhà máy mới kể từ năm 2015.*

nhà máy mới với doanh thu chưa cao thì dự báo tỷ lệ chi phí quản lý/doanh thu cũng sẽ tăng nhẹ từ 7,7% (2013) lên 7,8% (2014).

**Doanh thu hoạt động tài chính giảm mạnh.** Trong năm 2014, DHG dự định giải ngân tổng cộng khoảng 615 tỷ đồng cho hoạt động đầu tư nhà máy mới Betalactam và các hoạt động đầu tư khác. Khi đó lượng tiền mặt của DHG dự kiến sẽ giảm đáng kể kéo theo doanh thu hoạt động tài chính dự kiến giảm 34% còn 29,8 tỷ.

**Không còn thu nhập bất thường khác.** Năm 2013, DHG có khoảng thu nhập bất thường đáng kể 127,5 tỷ đồng từ việc chuyển nhượng nhãn hiệu Eugica, trong năm 2014 công ty sẽ không còn khoản thu nhập bất thường này.

**Vấn đề ưu đãi thuế từ nhà máy mới dự kiến từ năm 2015.** Hai nhà máy mới tại khu công nghiệp Tân Phú Thạnh sẽ được hưởng thuế suất ưu đãi trong thời gian 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%. Nhà máy NonBetalactam đã đi vào sản xuất từ 20/4, và nhiều khả năng DHG sẽ dịch chuyển phần lớn sản xuất từ nhà máy cũ sang nhà máy mới để được hưởng phần miễn thuế bắt đầu từ năm 2015.

Với những giả định như trên, dự báo năm 2014 DHG có thể đạt được 546,5 tỷ LNST, giảm 7,2% yoy. Tuy nhiên nếu loại trừ thu nhập bất thường từ chuyển nhượng nhãn hiệu Eugica thì LNST 2014 tăng 12,2% yoy. Dự phóng EPS 2014 đạt 8,385 đồng/cổ phiếu.

## Khuyến nghị

DHG vẫn là doanh nghiệp dẫn đầu tuyệt đối so với các doanh nghiệp dược khác của Việt Nam. Tuy nhiên, với khó khăn chung của các doanh nghiệp dược trong nước do đầu thầu vào kênh ETC không còn thuận lợi, cùng với cạnh tranh khốc liệt ở thị trường OTC thì DHG cũng đã có dấu hiệu tăng trưởng chậm lại trong năm 2014. Sau khi đưa 2 nhà máy mới đi vào hoạt động (Nhà máy NonBetalactam vào tháng 4/2014 và nhà máy Betalactam dự kiến vào cuối năm 2014) thì năng lực sản xuất của DHG sẽ tăng gấp đôi lên 9,6 tỷ đơn vị sản phẩm. Tuy nhiên, việc công suất tăng thêm cũng chỉ là điều kiện cần thiết để đảm bảo DHG có thể duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trong thời gian tới tương đương với giai đoạn 5 năm vừa qua chứ không thực sự tạo nên bước thay đổi đột phá cho kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Với tốc độ tăng trưởng chậm lại trong năm 2014 và chưa có triển vọng thực sự đột biến nào trong thời gian tới, chúng tôi tạm thời đánh giá **NEUTRAL** đối với cổ phiếu DHG trong năm 2014 với giá mục tiêu theo phương pháp định giá DCF là **105000 đồng/cp**, cao hơn 6,6% so với mức giá đóng của ngày 27/6/2014. Tương ứng với P/E dự phóng 2014 là 12,5 lần.

## THUYẾT MINH BÁO CÁO

**Giá kỳ vọng.** Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

<b>Các mức khuyến nghị</b>	
<b>Khuyến nghị</b>	<b>Định nghĩa</b>
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường





## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

## BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

### Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999