BAOVIET Securities

Ngành Dược

Báo cáo lần đầu

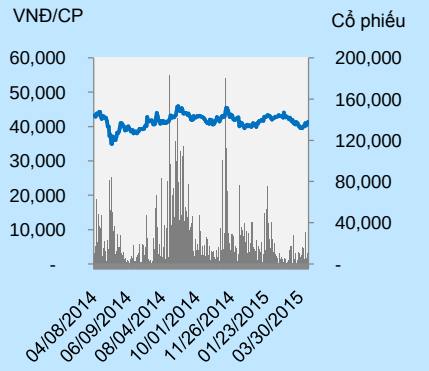
Tháng 4, 2015

Khuyến nghị	OUTPERFORM
Giá kỳ vọng (VND)	53.000
Giá thị trường (10/4/2015)	41.300
Lợi nhuận kỳ vọng	28,3%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	VNĐ/CP 34.900-45.900
Vốn hóa	1.103 tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	26.713.797 CP
KLGD bình quân 10 ngày	10.856 CP
% sở hữu nước ngoài	49%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.800 VNĐ/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	4,36%
Beta	0,76

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
DHG	-4,4%	-0,5%	0,7%	-0,5%
VN-Index	-8,2%	-4,6%	-2,8%	-8,3%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Hoàng Thanh Nga

(84 8) 3914 6888 ext: 150

nguyenhoangthanhnga@baoviet.com.vn

CTCP Xuất Nhập Khẩu Y Tế Domesco

Mã giao dịch: DMC Reuters: DMC.HM Bloomberg: DMC VN

Domesco trước thềm tăng trưởng mạnh trong dài hạn với sự hỗ trợ của Abbott

BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu DMC trong năm 2015 với giá mục tiêu là 53.000 đồng/cp cao hơn 32,47% so với giá đóng cửa ngày 10/04/2014, tương ứng P/E forward dự phóng 2015 là 7,65 lần trên cơ sở:

- Tiềm năng tăng trưởng doanh thu dài hạn từ sản xuất nhượng quyền với sự hỗ trợ của cổ đông lớn Abbott
- Nhà máy non-betalactam mới với công suất lớn 3 tỷ đvsp
- P/E hiện tại 7,65 lần thấp hơn nhiều so với trung bình ngành 10 lần mặc dù DMC là doanh nghiệp dược niêm yết có doanh thu thứ 3 toàn thị trường dược nội địa.

Lợi nhuận sau thuế 2014 tăng ấn tượng 23,8% so với 2013 đạt 132,5 tỷ đồng

Kết thúc chuỗi tăng trưởng cao của giai đoạn trước, DMC năm 2014 trải qua quá trình tái cấu trúc mạnh mẽ theo đó doanh thu tăng chỉ 4% so với năm 2013 đạt 1.658 tỷ đồng. Tuy nhiên hiệu quả tái cấu trúc đã mang lại cho DMC tăng trưởng mạnh về lợi nhuận sau thuế đạt 132,5 tỷ đồng, tăng 23,8% so với năm 2013 và hoàn thành kế hoạch lợi nhuận 2014.

Thông báo tiến hành xây dựng nhà máy non-betalactam với công suất 3 tỷ đvsp mở ra tiềm năng tăng trưởng dài hạn

Song song với kế hoạch xây dựng nhà máy mới với công suất lớn, DMC thực hiện cơi nới nhà máy non-betalactam trong quý 3/2014 để giải quyết vấn đề công suất trong ngắn hạn. Với thị trường OTC cạnh tranh gay gắt cùng với công suất cơi nới nhà máy chỉ hoạt động vào cuối năm 2015, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng doanh thu của DMC sẽ đạt khoảng 1.600 tỷ đồng, tăng 7,68% so với năm 2014. Xu hướng giảm giá nguyên vật liệu cùng sụt giảm chi phí bán hàng mang lại lợi nhuận 2015 dự kiến đạt 144 tỷ, tăng 8,77% so với năm 2014.

Một số chỉ số tài chính của DMC

Chỉ số tài chính		2012	2013	2014	2015F
Doanh thu	Tỷ VND	1.261	1.430	1.486	1.600
EBITDA	Tỷ VND	-	171	210	225
EBIT	Tỷ VND	-	140	175	188
LNST	Tỷ VND	90	107	133	144
EPS	VND	-	6 .037	5.238	5.395
P/E	x	-	-	7,7	7,7
P/B	x	-	-	1,5	1,8
ROA	%	11%	11%	14%	14%
ROE	%	16%	17%	18%	18%

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

THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	34,71%
Sở hữu nước ngoài	49,00%
Sở hữu khác	16,29%

CỔ ĐÔNG LỚN

CFR International SPA	45,94%
SCIC	34,71%
Deutsche Bank Aktiengesellschaf & Deutsche Investment Management Americas Inc	4,89%
Quỹ Đầu tư Chứng khoán Y tế Bản Việt (VCHF)	4,48%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2012	2013	2014	2015F
Doanh thu	1.261	1.430	1.486	1.600
Giá vốn	869	1.017	1.061	1.142
Lợi nhuận gộp	392	412	425	458
Doanh thu tài chính	7	6	6	11
Chi phí tài chính	8	10	7	1
Lợi nhuận sau thuế	90	107	133	144

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2011	2012	2013	2015F
Tiền & khoản tương đương tiền	37	27	29	97
Các khoản phải thu ngắn hạn	271	335	291	313
Hàng tồn kho	221	312	302	310
Tài sản cố định hữu hình	286	284	270	315
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	15	12	11	10
Tổng tài sản	849	1,020	921	1.067
Nợ ngắn hạn	75	109	-	42
Nợ dài hạn	3	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	570	629	722	808
Tổng nguồn vốn	849	1,020	921	1,067

Chỉ số tài chính

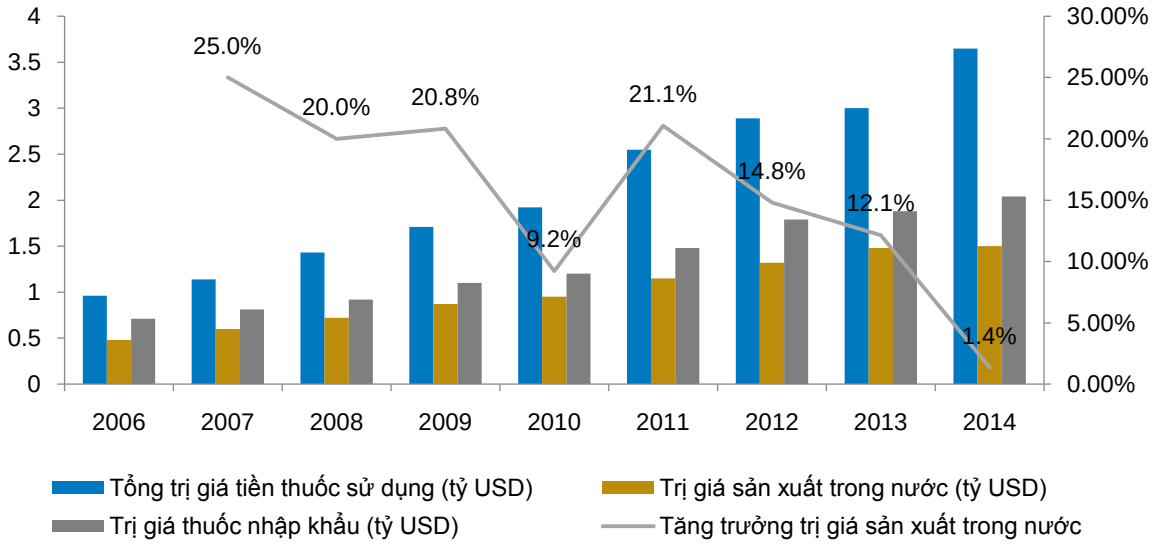
Chỉ tiêu	2012	2013	2014	2015F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	11,3%	13,4%	3,9%	7,6%
Tăng trưởng LNST (%)	12,5%	19,0%	23,6%	8,8%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	31,1%	28,8%	28,6%	28,6%
Lợi nhuận thuần biên (%)	7,1%	7,5%	8,9%	9,0%
ROA (%)	10,6%	10,5%	14,4%	13,5%
ROE (%)	15,8%	17,1%	18,3%	17,8%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	32,7%	38,2%	21,6%	24,3%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	48,7%	61,9%	27,5%	32,1%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	-	6.037	5.238	5.396
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	-	-	27.045	30.238

Nội dung chính

- Tổng quan ngành Dược
- Công Ty Cổ Phần Xuất Nhập Khẩu Domesco
- Cập nhật kết quả kinh doanh 2014
- Triển vọng 2015
- Định giá
- Khuyến nghị

Tổng quan ngành Dược

Ngành dược Việt Nam phát triển chậm và được nhận định hiện nay mới chỉ ở giai đoạn sản xuất được thuốc thành phẩm từ nguyên liệu nhập khẩu. Ngành dược Việt Nam đã xuất hiện từ những năm 111 trước Công Nguyên trên cơ sở tiếp thu nền y học Trung Quốc, tuy nhiên với trình độ khoa học công nghệ còn hạn chế, ngành dược Việt Nam phát triển chậm và mới chỉ ở giai đoạn sản xuất được thuốc thành phẩm từ nguyên liệu nhập khẩu (chủ yếu là các loại thuốc chữa các bệnh thông dụng như kháng sinh, chống viêm – giảm đau hoặc Vitamin và thuốc bổ), chưa tự sản xuất được nguyên liệu hóa dược và chưa tự phát minh được các loại thuốc biệt dược. Bên cạnh đó, ngành dược Việt Nam đối diện với nhiều thách thức từ tham nhũng, thiếu cơ chế kiểm soát giá, thuốc giả và khả năng chi trả thuốc của người dân còn thấp.

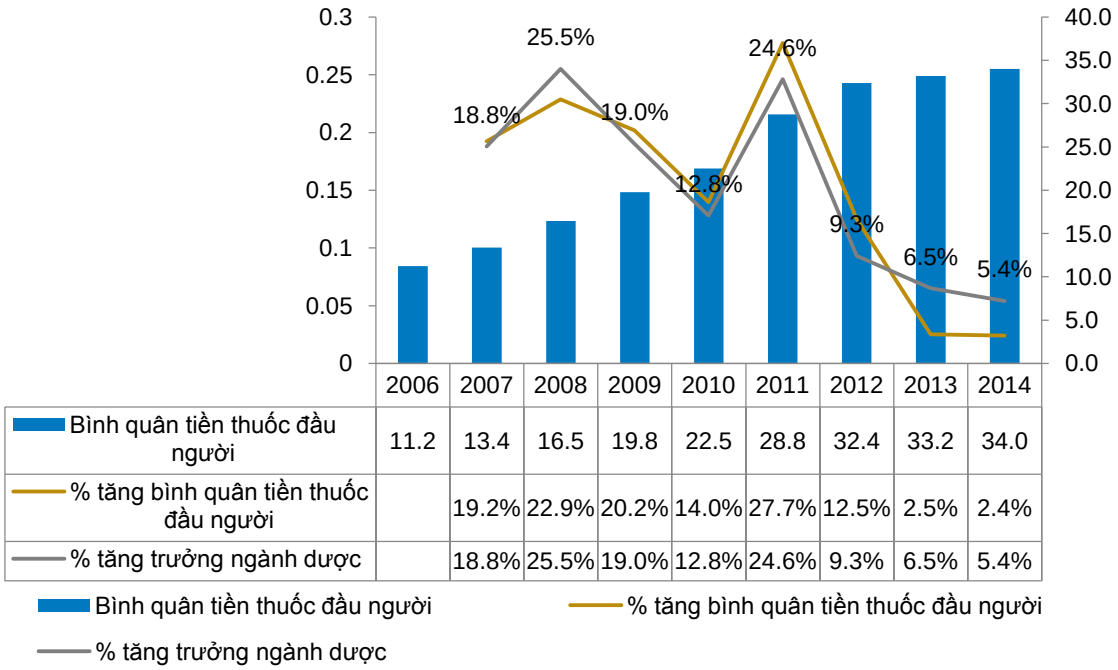


Nguồn: Trung Tâm Thông Tin công Nghệ & Thương Mại (Vitic)

(*)Tăng trưởng chậm lại của hàng sản xuất trong nước năm 2014 chịu tác động mạnh của các thay đổi về chính sách đấu thầu tại kênh bệnh viện từ năm 2013,

Theo số liệu từ Bộ Y tế, quy mô ngành dược Việt Nam khoảng 3,65 tỷ USD trong đó chủ yếu là thuốc hóa dược, đông dược chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ khoảng 10% giá trị toàn ngành. Bên cạnh đó, số liệu năm 2014 cho thấy thuốc sản xuất trong nước mới chỉ đáp ứng được khoảng 41,13% nhu cầu thị trường và đến 90% nguyên liệu vẫn phải nhập khẩu với tỷ trọng 56,76% từ Trung Quốc.

Thị trường dược Việt Nam còn nhiều tiềm năng đối với các doanh nghiệp dược trong và ngoài nước trên cơ sở tốc độ tăng trưởng dân số ổn định, chi tiêu thuốc bình quân đầu người còn thấp so với các quốc gia trong khu vực cùng với sự gia tăng nhận biết về vai trò của sức khỏe của tầng lớp trung lưu. Bên cạnh đó, sự mở rộng của hệ thống bảo hiểm y tế quốc gia với mục tiêu 75%-80% dân số có bảo hiểm đến năm 2015 và nâng con số này lên 90% đến năm 2020 chính là nhân tố thúc đẩy tăng trưởng chi tiêu thuốc bình quân đầu người tại Việt Nam trong tương lai. Tăng trưởng thị trường dược Việt Nam được BMI dự đoán lên đến 16,4% trong giai đoạn từ 2013 – 2018 tuy nhiên số liệu thực tế cho thấy mức tăng trưởng đang chậm lại chỉ đạt 5,4% năm 2014.



	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Bình quân tiền thuốc đầu người	11.2	13.4	16.5	19.8	22.5	28.8	32.4	33.2	34.0
% tăng bình quân tiền thuốc đầu người		19.2%	22.9%	20.2%	14.0%	27.7%	12.5%	2.5%	2.4%
% tăng trưởng ngành dược		18.8%	25.5%	19.0%	12.8%	24.6%	9.3%	6.5%	5.4%

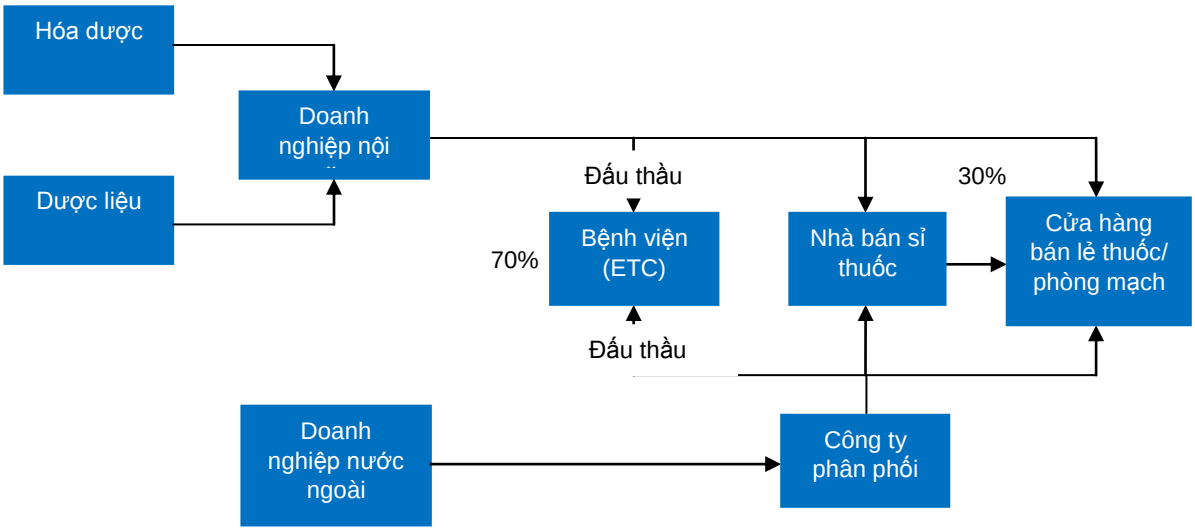
Nguồn: BVSC tổng hợp từ số liệu của Vitic và Tổng cục thống kê

Các doanh nghiệp dược nội địa cạnh tranh gay gắt trên kênh phân phối qua nhà thuốc chỉ chiếm xấp xỉ 30% tổng giá trị giao dịch thuốc toàn quốc. Các doanh nghiệp dược trên thị trường phân phối qua ba kênh theo biểu đồ dưới đây. Trong đó thuốc phân phối qua kênh bệnh viện chiếm xấp xỉ 70% tổng giá trị thuốc thị trường. Với những thay đổi trong chính sách đấu thầu từ năm 2013, các doanh nghiệp dược Việt Nam đều phải đẩy mạnh tăng trưởng doanh thu từ kênh nhà thuốc cùng lúc tiến hành và xúc tiến việc nâng cấp chuẩn các nhà máy sản xuất thuốc lên các tiêu chuẩn quốc tế như PICS-GMP, EU-GMP nhằm khai thông kênh bệnh viện và đẩy mạnh doanh thu xuất khẩu. Chúng tôi nhận định thay đổi quy định đấu thầu tuy gây khó khăn cho các doanh nghiệp trong hiện tại nhưng là đòn bẩy cho tăng trưởng dài hạn của ngành dược nội địa.

Xu hướng giá thuốc giảm dần dẫn đến biên lợi nhuận gộp ngành dược giảm dần. Chúng tôi nhận định xu hướng giá thuốc nội địa sẽ giảm dần do:

- Áp lực cạnh tranh khi thị trường dược nội địa cạnh tranh dòng thuốc phổ thông với rào cản sản xuất không lớn.
- Chủ trương của nhà nước về việc bình ổn giá thuốc cùng với chính sách mở rộng độ phủ của BHYT.

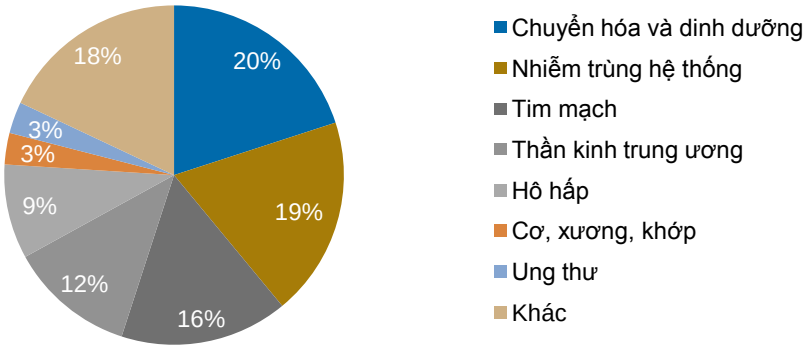
Sơ đồ chuỗi cung ứng ngành Dược:



Nguồn: BVSC thu thập

Tiêu thụ các loại thuốc tại Việt Nam hiện nay cũng đang trong xu hướng chung của các nước đang phát triển với với tỷ trọng doanh thu từ thuốc chuyển hóa và dinh dưỡng và nhiễm trùng hệ thống cao nhất khoảng 20%.

Doanh thu 2014 theo cơ cấu bệnh tật

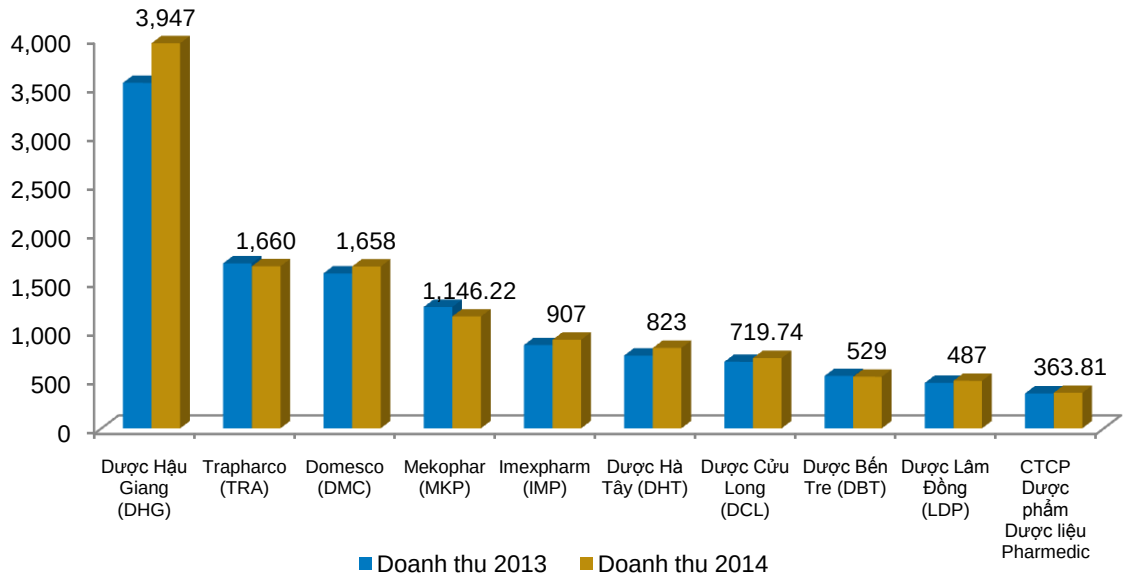


Nguồn: Vitic

Với thị trường tân dược chiếm 90% thị phần, doanh nghiệp tân dược áp đảo đông dược. Theo thống kê của cục Quản lý dược, hiện tại trên thị trường có 185 doanh nghiệp sản xuất thuốc (100 doanh nghiệp sản xuất thuốc tân dược, 80 doanh nghiệp sản xuất thuốc đông dược và 5 doanh nghiệp sản xuất vắc xin và sinh phẩm y tế).

Phân khúc thuốc biệt dược giá trị cao là thị trường riêng của các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài như Sanofi Aventis Việt Nam, Euvipharm, United Pharma (Philippines), OPV, Thai Nakorn Patana,…

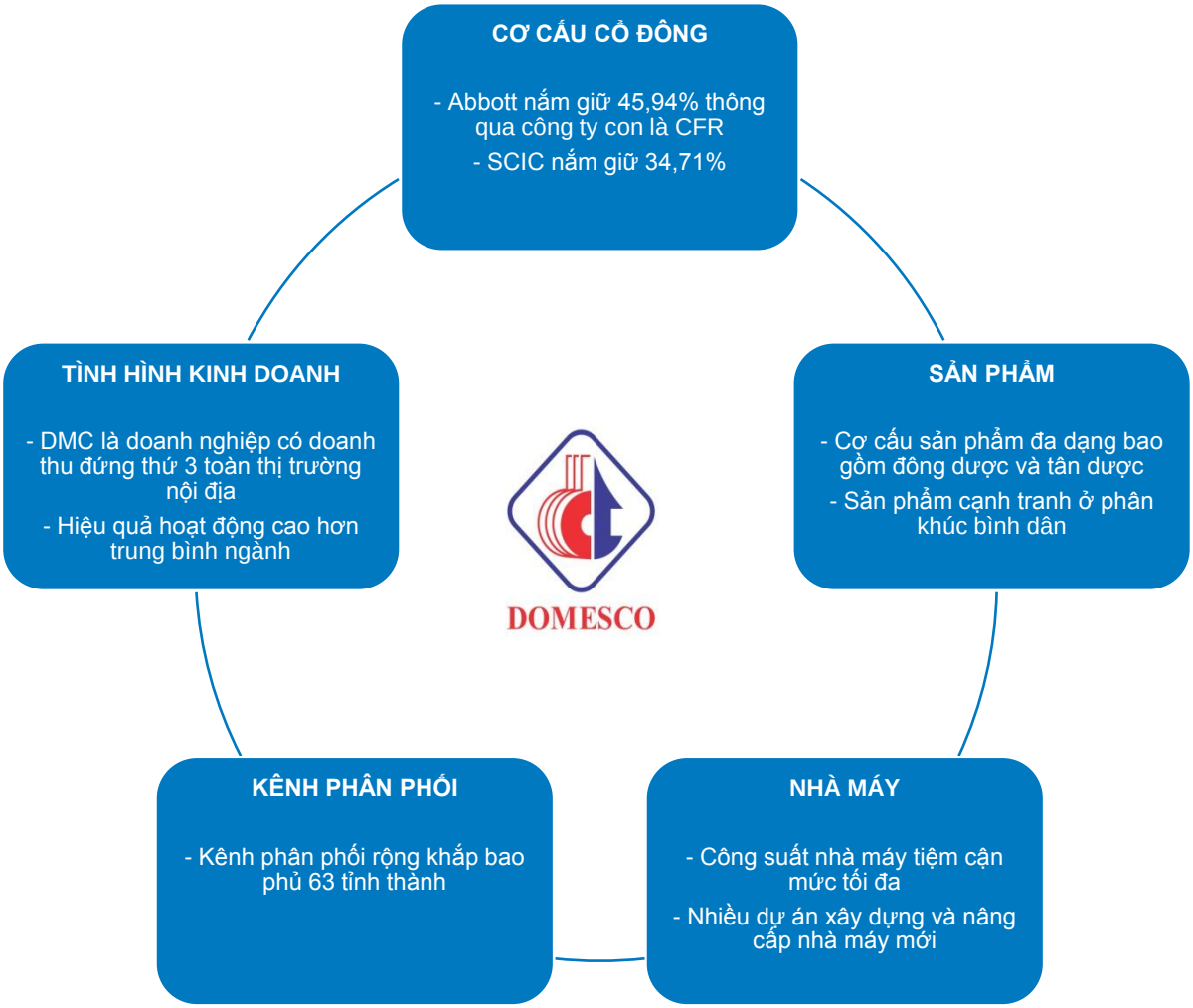
Dược Hậu Giang là doanh nghiệp có doanh thu lớn nhất toàn thị trường nội địa gấp khoảng 2,4 lần so với doanh nghiệp xếp thứ 2 như TRA hay DMC.



Nguồn: BVSC tổng hợp

Nhìn chung thị trường dược tại Việt Nam còn nhiều tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn với tốc độ tăng trưởng dự kiến duy trì ở mức 2 con số đến năm 2018, nhờ vào tốc độ tăng trưởng dân số ổn định, chi tiêu thuốc bình quân đầu người còn thấp so với các quốc gia trong khu vực cùng với sự gia tăng nhanh thu nhập và nhận biết về vai trò của sức khỏe của tầng lớp trung lưu. Tuy nhiên, cần lưu ý là biên lợi nhuận gộp đang giảm dần theo xu hướng giá thuốc. Trong các năm tới, chúng tôi nhận định các công ty dược nội địa sẽ nỗ lực hơn trong cạnh tranh để giữ vững thị phần và tăng trưởng do các thay đổi trong luật đấu thầu thuốc và sự tương đồng về danh mục sản phẩm.

Công ty cổ phần xuất nhập khẩu Y Tế Domesco



Công ty cổ phần xuất nhập khẩu Y Tế Domesco tiền thân là Trạm Vật Tư sửa chữa Thiết bị Ngành Y tế với nhiệm vụ chính là cung cấp, sửa chữa trang thiết bị Y tế cho Đồng Tháp. Qua quá trình đổi mới hình thành Domesco hiện nay – Doanh nghiệp chuyên sản xuất, kinh doanh, xuất nhập khẩu thuốc, nguyên liệu, phụ liệu dùng làm thuốc. Domesco cổ phần hóa vào năm 2004 với vốn điều lệ ban đầu là 60 tỷ và chính thức niêm yết vào tháng 12/2006 trên sàn giao dịch Chứng khoán Tp, Hồ Chí Minh với mã giao dịch là DMC. Tính đến cuối tháng 02/2015, DMC đã niêm yết và lưu hành hơn 26,7 triệu cổ phiếu với vốn hóa 1.146 tỷ đồng.

Năm 2011 đánh dấu bước ngoặt lớn đối với DMC khi trở thành doanh nghiệp dược đầu tiên tại Việt Nam tính cả tại thời điểm hiện tại có đối tác chiến lược nước ngoài – Công ty dược phẩm CFR International SPA của Chile (được mua lại bởi tập đoàn Abbott với giá 2,9 tỷ USD). Việc trở thành cổ đông chi phối một doanh nghiệp dược tại các thị trường mới nổi như DMC là một trong những định hướng chiến lược của Abbott. Việc nắm thị phần chi phối DMC sẽ tạo cơ hội cho Abbott thâm nhập vào thị trường với nhu cầu thuốc đặc trị giá trị thấp thông qua thương hiệu, mối quan hệ và kênh phân phối rộng khắp sẵn có của DMC để qua đó giữ vững mức tăng trưởng cao của công ty mẹ. Với 45,94% cổ phần, Abbott có ảnh hưởng lớn đến các vấn đề quản trị và chiến

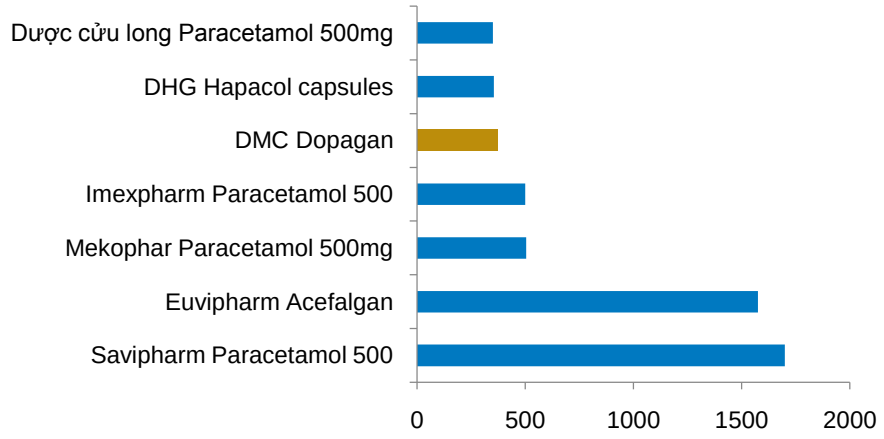
lược của DMC. Cổ đông chiến lược nước ngoài như Abbott được nhận định có thể mang đến cho DMC lợi thế về giá cả nguyên vật liệu hay hợp tác sản xuất nhượng quyền và hỗ trợ về nhân sự, công nghệ, và kỹ thuật. Tuy nhiên ở chiều ngược lại sự ảnh hưởng của Abbott đến định hướng chiến lược của DMC về việc phát triển theo hướng sản xuất nhượng quyền cũng cần phải được cân nhắc. Theo nhận định của chúng tôi, những tác động của Abbott đến chiến lược của DMC sẽ rõ ràng hơn trong những năm tới với việc vào tháng 05/2014. Hội đồng quản trị của DMC đã bầu bà Lương Thị Hương Giang, trưởng đại diện của tập đoàn CFR tại Việt Nam, vào vị trí tổng giám đốc thay Ông Huỳnh Trung Chánh.

DMC định vị sản phẩm ở phân khúc thuốc bình dân

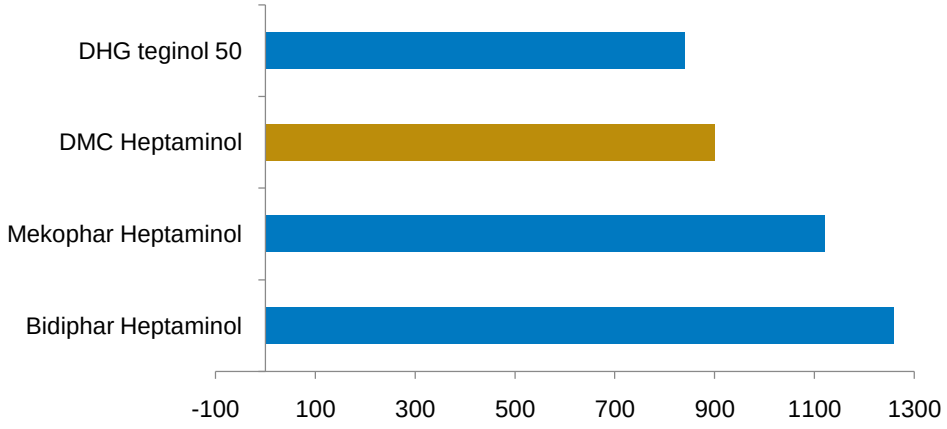
Danh mục sản phẩm của DMC đa dạng bao gồm cả thuốc hóa dược và thuốc đông dược, Danh mục sản phẩm của DMC có nhiều lợi thế cạnh tranh với các loại thuốc biệt dược trị tim mạch, tiểu đường và sắp tới có cả thuốc ung thư.

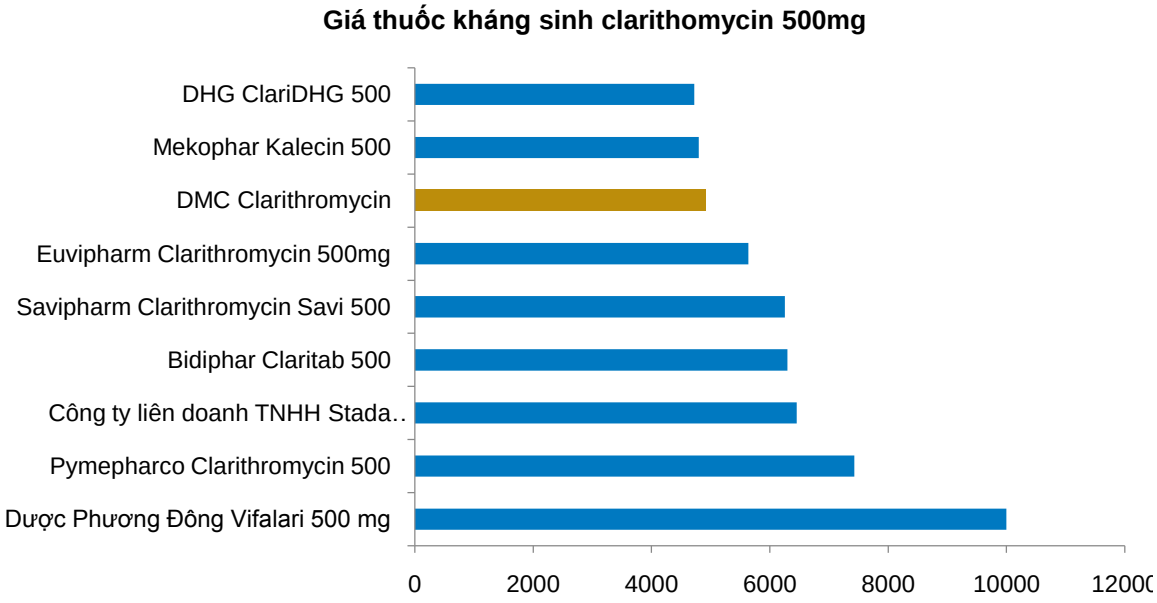
DMC cạnh tranh ở phân khúc giá cạnh tranh nhất thị trường. Chúng tôi thực hiện so sánh giá niêm yết của một số sản phẩm chủ lực của DMC và một số doanh nghiệp trên thị trường:

Giá thuốc giảm đau hạ sốt Paracetamol 500mg



Giá sản phẩm thuốc hạ huyết áp Heptaminol





Nguồn: BVSC tổng hợp

Kênh phân phối rộng khắp

Với tỷ trọng doanh thu đến 70% từ kênh nhà thuốc, kênh phân phối rộng khắp đóng vai trò quan trọng trong chiến lược kinh doanh của DMC. Tại thị trường Việt Nam, Domesco là một trong số các doanh nghiệp dược có độ phủ kênh phân phối rộng khắp bao phủ 63 tỉnh thành gồm 10 chi nhánh đều đạt chứng nhận GDP, 4 trung tâm phân phối tại tỉnh Đồng Tháp, 4 nhà thuốc tại bệnh viện và 16 nhà thuốc bán lẻ. Năm 2014, với kênh phân phối này, DMC đã nâng được số lượng khách hàng giao dịch trong năm 2014 gần 15.500, gia tăng 6,2% so với 2013.

	Chi nhánh	Quầy thuốc	Số tỉnh thành bao phủ
DHG	**24**	**64**	**63**
TRA	13	47	63
DMC	10	24	63
IMP	22		63

Trong năm 2015 DMC có kế hoạch mở thêm hai chi nhánh mới ở tỉnh An Giang, Cà mau và mở thêm một số văn phòng đại diện tại các khu vực xuất khẩu đặc thù.

Năng lực sản xuất - Hệ thống nhà máy tiệm cận mức công suất tối đa

DMC hiện tại sở hữu 5 nhà máy tại tỉnh Đồng Tháp với tổng công suất 2,1 tỷ đvsp xây dựng từ năm 2004 với hai nhà máy kháng sinh, một nhà máy thuốc non-betalactam, một nhà máy sản xuất thực phẩm chức năng nước giải khát và nhà máy sản xuất dược liệu cùng các chế phẩm từ dược liệu chuẩn GMP-WHO. Để giải quyết bài toán công suất nhà máy đặc biệt là công suất của nhà máy non-betalactam, từ năm 2013 DMC đã thực hiện đầu tư cơi nới công suất nhà máy đến mức tối đa cho cả 5 nhà máy dưới đây.

Nhà máy	Vị trí	Sản phẩm nổi bật	Công suất thiết kế (triệu đvsp)	Công suất cơi nới năm 2014 (triệu đvsp)	Công suất dự kiến năm 2015	Tỷ lệ sử dụng công suất 2014
Penicilin	Đồng Tháp	Dodacin, Amoxicilin, Ofmantine	250	300	300	
Cepaslospherin	Đồng Tháp	Zinmax, Cefixim, Cefalexin	200	350	350	
Non-Betalactam	Đồng Tháp	Tim mạch (Vosfarel, dorotril, Dorotor), tiểu đường (Glucofine)	800	1,108	1,400	Đầy
Sản xuất thực phẩm chức năng và nước giải khát	Đồng Tháp	Dohaxim, domega-3, nước ép trái nhàu, nước tinh khiết D&T	50	280	280	
Sản xuất dược liệu và chế phẩm từ dược liệu	Đồng Tháp	Đan sâm - tam thất, Dogarlic trà xanh, Ích mẫu	250 tấn	250 tấn + 150 triệu đvsp (*)	250 tấn + 150 triệu đvsp (*)	

(*) 250 tấn là công suất của dây chuyền sản xuất chế phẩm từ dược liệu

Nguồn: BVSC tổng hợp

Domesco dự định nhiều kế hoạch đầu tư cho hệ thống nhà máy: Các kế hoạch nâng cấp hay mở rộng công suất nhà máy của DMC chính là cơ sở để DMC mở rộng sản phẩm và gia tăng doanh thu. Theo nhận định của chúng tôi, công suất nhà máy là một trong các nhân tố chủ chốt đánh giá tăng trưởng trung và dài hạn của DMC.

- **Nhà máy Non-betalactam:** Cuối năm 2014, nhà máy này đã hoạt động tối đa công suất và không thể cơi nới thêm nữa. DMC thực hiện:

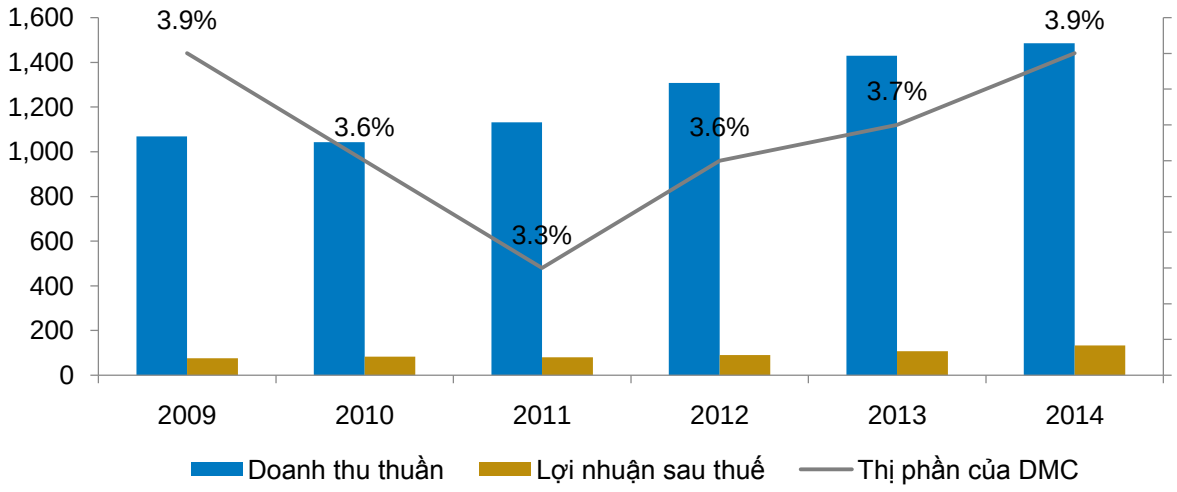
  Trong năm 2015 vào Quý 2 và quý 3, DMC có kế hoạch cơi nới thêm nhà máy non-betalactam thêm khoảng 300 đơn vị sản phẩm để giải quyết vấn đề công suất trong năm 2015, và 2016.

  Trong năm 2015 DMC công bố sẽ thực hiện tiến hành xây dựng nhà máy non-betalactam viên – cốm – bột công suất 3 tỷ đvsp tại khu công nghiệp Cần Lố, tỉnh Đồng Tháp, Nhà máy được dự kiến xây dựng với 5 dây chuyền sản xuất trong đó một dây chuyền đạt chuẩn EU-GMP và 4 dây chuyền còn lại đạt chuẩn PIC/S-GMP với tổng vốn đầu tư khoản 25 triệu USD sau khi lên kế hoạch từ năm 2011.

- **Nhà máy Cefalospherin:** Bên cạnh việc cơi nới công suất năm 2013 DMC đầu tư 824 triệu nâng cấp nhà máy này và tiến trình nâng cấp lên Columbia GMP hoặc PIC/S GMP đã hoàn thành từ Q1/2014 tuy nhiên hiện tại DMC vẫn đang chờ cơ quan có thẩm quyền qua khảo sát cho nhà máy này.

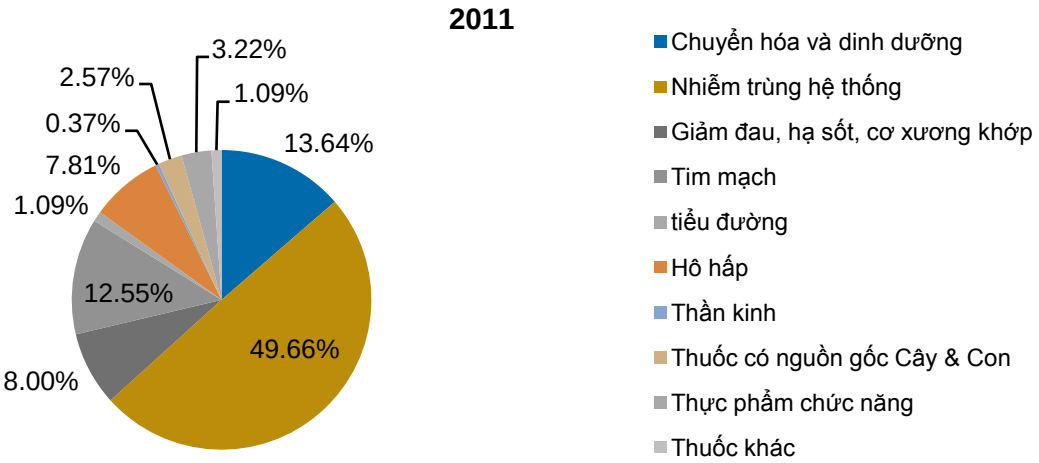
Tình hình hoạt động kinh doanh ổn định

Domesco hiện là doanh nghiệp nội địa lớn thứ 3 thị trường, chỉ sau Dược Hậu Giang và Trapharco với danh mục sản phẩm đa dạng bao gồm hóa dược và các sản phẩm từ dược liệu cùng với kênh phân phối bao phủ 63 tỉnh thành. Doanh thu của DMC tăng trưởng liên tục từ năm 2010 với tốc độ tăng doanh thu bình quân 7,33% với biên lợi nhuận ròng được cải thiện liên tục từ năm 2011.



Nguồn: BVSC tổng hợp

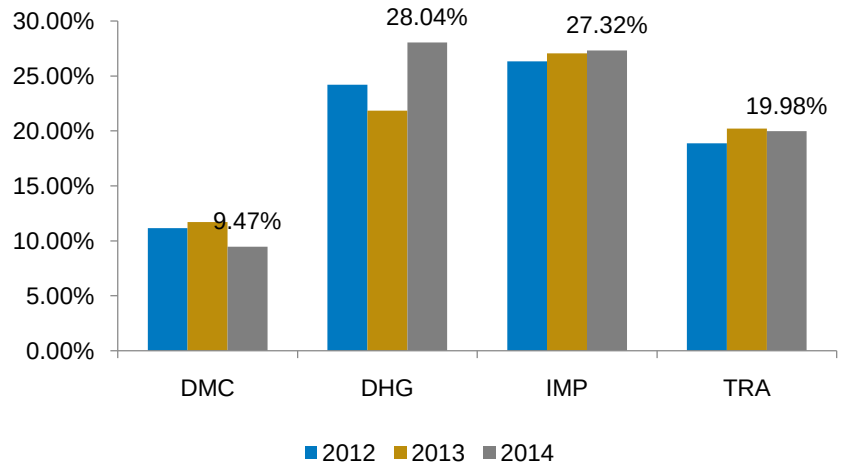
Đóng góp lớn nhất cho tăng trưởng doanh thu là hàng tự sản xuất với tỷ trọng doanh thu hàng sản xuất của DMC liên tục tăng từ năm 2009 đạt 78,64% tổng doanh thu năm 2014. Cơ cấu hàng tự sản xuất cũng có nhiều dịch chuyển từ năm 2010 với tỷ trọng thuốc non-betalactam như tim mạch và tiểu đường tăng nhanh đồng thời giảm tỷ trọng doanh thu từ thuốc kháng sinh trong danh mục.



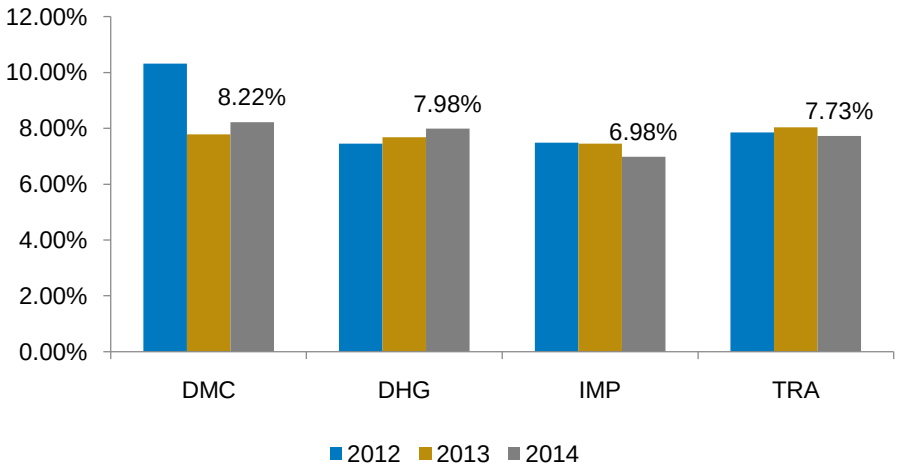
Nguồn: BVSC tổng hợp từ báo cáo thường niên 2011

DMC là doanh nghiệp có cơ cấu chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp ổn định qua nhiều năm. Trong đó chi phí bán hàng có tỷ trọng chỉ bằng 1/2 so với các doanh nghiệp đối thủ.

Tỷ trọng chi phí hàng bán/doanh thu thuần

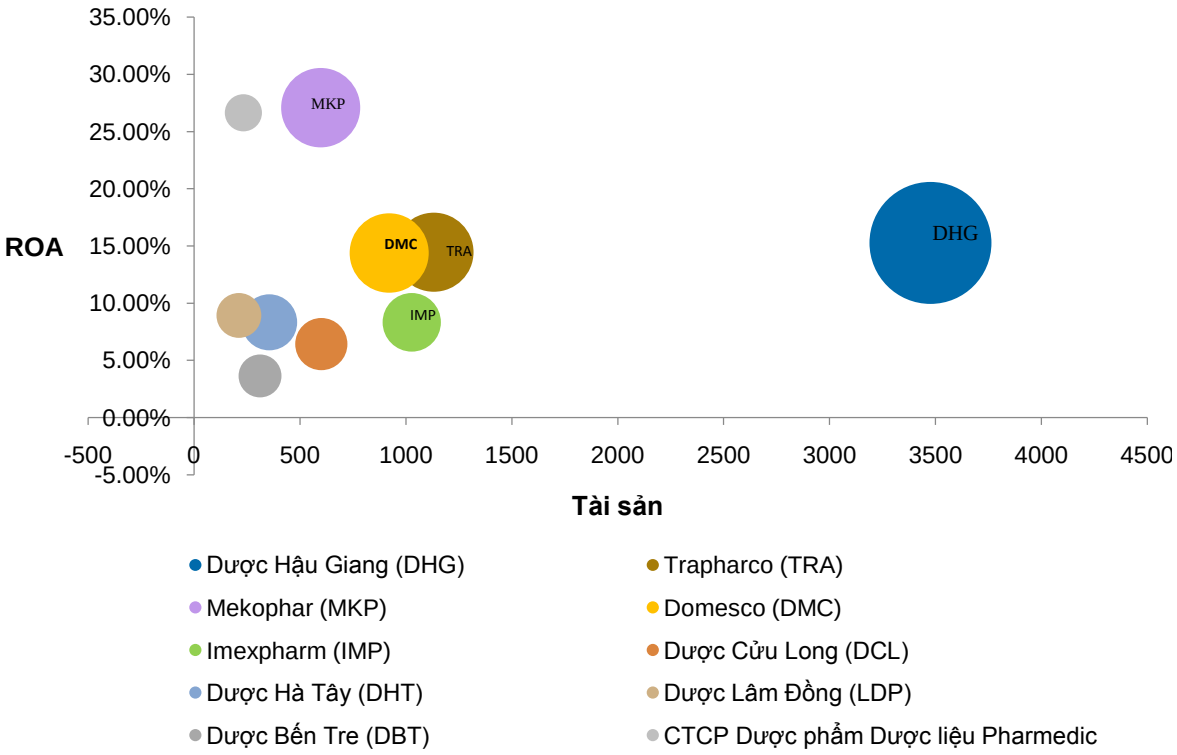


Tỷ trọng chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu thuần



Nguồn: BVSC tổng hợp

DMC có hiệu quả hoạt động ở mức cao so với trung bình ngành. Cụ thể ROA 2014 của DMC đạt 14,38% cao hơn mức trung bình ngành 13,34% và xấp xỉ với các doanh nghiệp là đối thủ cạnh tranh trực tiếp như DHG, IMP, hay TRA.



Nguồn: BVSC tổng hợp

Cập nhật kết quả kinh doanh 2014

Doanh thu của DMC năm 2014 đạt 1,658 tỷ đồng đạt 94,8% kế hoạch năm và tăng trưởng chỉ 4% so với năm 2013 do:

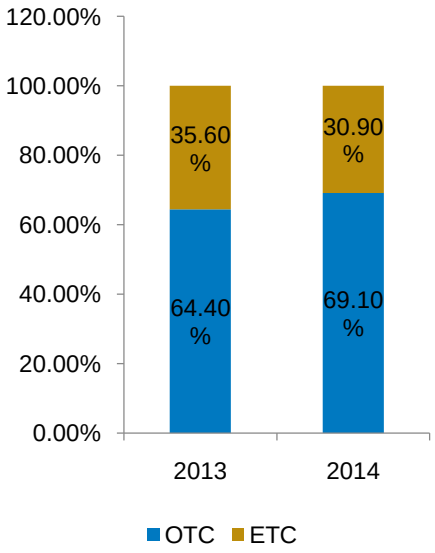
- **Sụt giảm doanh thu bán hàng hóa, dịch vụ.** Cụ thể DMC đã chủ động ngưng hợp đồng mua bán và dịch vụ giao hàng với công ty Hisamitsu Việt Nam giá trị khoảng 20 tỷ đồng, Chúng tôi nhận định việc tái cơ cấu các hoạt động, loại bỏ các mảng có biên lợi nhuận thấp sẽ tạo điều kiện cho DMC tập trung vào những mảng có biên lợi nhuận cao hơn.
- **Thay đổi chính sách bán hàng**. Theo đó, DMC trực tiếp giảm doanh thu thay vì ghi nhận chi phí khuyến mãi hoặc chiết khấu thương mại.

Với chính sách tăng giá bán thuốc bắt đầu từ Quý 3 2014, khách hàng đẩy mạnh mua hàng trước thông báo tăng giá thuốc nên doanh thu của DMC tăng mạnh trong quý II và giảm mạnh vào quý III 2014 dẫn đến việc con số doanh thu 6T đầu năm tăng trưởng đột biến đến 20,8% nhưng không phản ánh thực tế tăng trưởng của doanh nghiệp trong năm 2014.

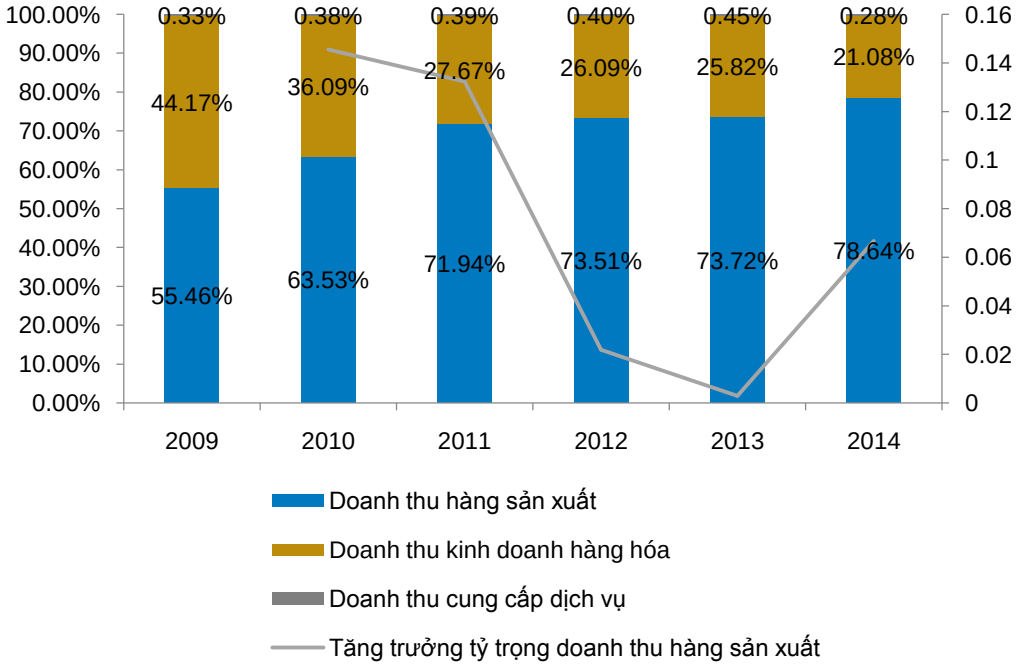
Tăng trưởng nhóm hàng tự sản xuất 11,51% đóng góp chủ yếu tăng trưởng doanh thu. Tăng trưởng hàng tự sản xuất 2014 đến từ tái cơ cấu danh mục mặt hàng tập trung nhóm hàng có doanh thu cao và lợi nhuận cao như nhóm hàng kháng sinh và đông dược. Trong đó nhóm hàng đông dược tăng trưởng 100% đạt xấp xỉ 120 tỷ trong năm 2014. Mặc dù tăng trưởng doanh thu của hàng tự sản xuất đạt 11,51% nhưng tăng trưởng tổng doanh thu cả năm chỉ đạt xấp xỉ 4% do sụt giảm doanh thu nhóm hàng kinh doanh 14,75%.

DMC tăng trưởng mạnh doanh thu hàng tự sản xuất thông qua khai thác kênh OTC trong đó doanh thu từ kênh OTC chiếm 69,1% doanh thu của DMC tăng 4,7% tỷ trọng so với năm 2013, Với thay đổi trong thông tư đấu thầu thuốc qua kênh ETC, nhiều doanh nghiệp nội địa chuyển qua khai thác kênh OTC. Tuy vậy, qua báo cáo của doanh nghiệp, chúng tôi nhận thấy DMC vẫn giữ vững doanh thu từng quý qua kênh ETC với mức lợi nhuận gộp không biến động nhiều. Mặc dù vậy, với chênh lệch biên lợi nhuận của hai kênh OTC và ETC, DMC đẩy mạnh hàng qua kênh OTC và cũng đang đối diện với cạnh tranh gay gắt trên thị trường này.

Cơ cấu doanh thu theo kênh phân phối



Cơ cấu doanh thu theo mảng kinh doanh



Mặc dù DMC tiến hành loại một số mảng có biên lợi nhuận thấp, biên lợi nhuận gộp của DMC năm 2014 giảm 0,3% chỉ đạt 28,57% so với năm 2013 do sụt giảm biên lợi nhuận gộp từ hàng tự sản xuất với mức giảm đến 2%. Sụt giảm biên lợi nhuận gộp của DMC ở mảng hàng tự sản xuất có thể được giải thích do:

- Lợi nhuận từ kênh ETC không còn cao sau thay đổi của luật đấu thầu thuốc qua kênh này.
- Sụt giảm nhóm sản phẩm biên lợi nhuận cao do nhà máy non betalactam tiệm cận công suất tối đa.

Tiết giảm chi phí bán hàng tạo ra tăng trưởng mạnh lợi nhuận sau thuế đạt 132,5 tỷ đồng tăng 23,8% so với năm 2013 và hoàn thành kế hoạch lợi nhuận 2014. Trong năm 2014 chi phí bán hàng 140 tỷ (giảm 15,8%) so với năm 2013 tạo ra tăng tăng trưởng lợi nhuận của DMC.

Triển vọng 2015 – Cơi nới nhà máy non-betalactam giải quyết vấn đề công suất trong ngắn hạn

DMC đối mặt với tăng trưởng chậm lại do công suất nhà máy non- betalactam đã khai thác ở mức công suất tối đa. Chúng tôi nhận định DMC đối mặt với tăng trưởng chậm lại do:

- Cạnh tranh ngày càng gay gắt ở kênh nhà thuốc (OTC).
- Công suất nhà máy non- betalactam đã khai thác ở mức công suất tối đa.
- Các hoạt động sản xuất nhượng quyền doanh thu chỉ được ghi nhận từ năm 2016.

Mặc dù hiện tại doanh thu của DMC đến hơn 95% từ thị trường nội địa, DMC chia sẻ mảng xuất khẩu có tăng trưởng tốt. Cuối năm 2014 DMC đã có những đơn hàng đầu tiên đến các nước Mỹ Latin.

Tại ĐHCD 2015, DMC đặt chỉ tiêu doanh thu tăng trưởng 7% so với 2014 đạt 1,588 tỷ đồng nhờ vào nhóm hàng tự sản xuất. Tuy nhiên với kế hoạch nới công suất nhà máy non-betalactam hiện tại thêm 300 triệu Đvsp từ quý 3 năm 2014, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng doanh thu của DMC sẽ đạt khoảng 1.600 tỷ đồng, tăng 7,68% so với năm 2014.

Phát triển mặt hàng sản xuất nhượng quyền là một trong những định hướng tương lai của DMC. Chúng tôi nhận định trong ngắn hạn phát triển hàng nhượng quyền có thể giúp DMC đấu thầu thành công tại gói thầu nhóm 1 yêu cầu cao hơn trước khi có nhà máy mới đi vào hoạt động. Theo quy định tại Thông tư 36 thay thế Thông tư 01, khoản 1 điều 3 có nêu rõ quy định loại thuốc được phép đấu thầu vào nhóm 1 “Thuốc sản xuất tại cơ sở sản xuất thuốc đạt tiêu chuẩn WHO-GMP do Bộ Y tế Việt Nam (Cục Quản lý dược) cấp giấy chứng nhận và được cơ quan quản lý có thẩm quyền của nước tham gia ICH cấp phép lưu hành,”. Do đó kể cả khi nhà máy DMC chưa được nâng cấp lên chuẩn EU-GMP hoặc PIC/s-GMP thuộc nước tham gia ICH nhưng với hoạt động sản xuất nhượng quyền thỏa mãn quy định này thì DMC có thể đấu thầu tại gói thầu cao hơn với giá cạnh tranh hơn nhiều so với các doanh nghiệp nước ngoài. Qua đó chúng tôi nhận định, hoạt động sản xuất nhượng quyền có thể giúp DMC đấu thầu tại gói thầu ít cạnh tranh hơn và biên lợi nhuận cao hơn.

Đối với nhóm hàng nhượng quyền, DMC sẽ đẩy mạnh doanh thu bằng cách khai thác kênh bệnh viện thông qua các hợp đồng sản xuất nhượng quyền thuốc ung thư hay hợp đồng sản xuất nhượng quyền cho Pharmascience Canada và gia công cho Công ty Ampharco USA, DMC thông báo sẽ thực hiện nghiên cứu và sản xuất gia công 8 sản phẩm thuốc ung thư ký hợp đồng trong Quý 1/2015 và phát triển nhóm sản phẩm thuốc ung thư, tâm thần kinh, thực phẩm chức năng thay cho sản phẩm tim mạch và tiểu đường vốn là sản phẩm chủ lực trước đây, DMC chia sẻ doanh thu của nhóm hàng nhượng quyền cho các hợp đồng này sẽ được ghi nhận vào năm 2016.

Với xu hướng giảm giá nguyên vật liệu, biên lợi nhuận gộp của DMC dự kiến được cải thiện. Như chúng tôi có dự báo trong báo cáo DHG trước đây về xu hướng giảm giá nguyên vật liệu ngành dược. Trong các tuần của 3 tháng đầu năm 2014, trung tâm Thông Tin Công Nghiệp và Thương Mại cho biết giá nhiều nguyên vật liệu dược phẩm liên tục giảm so với thời điểm năm ngoái. Do đó chúng tôi dự kiến biên lợi nhuận gộp năm 2015 của DMC đạt 28,64% tăng 0,1% so với năm 2014.

Với cải thiện biên lợi nhuận gộp, Chúng tôi dự kiến lợi nhuận 2015 của DMC tăng mạnh hơn doanh thu đạt 144 tỷ tăng 8,77% so với năm 2014.

Nhận định triển vọng dài hạn – Sản xuất nhượng quyền là chìa khóa của tăng trưởng vượt bậc

Nhận định về tăng trưởng dài hạn của chúng tôi đối với DMC phụ thuộc vào hai yếu tố chính:

Định hướng chiến lược của Abbott tại DMC.

- Chúng tôi nhận định sản xuất nhượng quyền sẽ mở ra cơ hội tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận lớn cho DMC. Theo thông tin có được từ một số doanh nghiệp dược hiện tại chuyên sản xuất nhượng quyền, biên gộp của sản xuất nhượng quyền khoảng 30% tương đương với biên lợi nhuận gộp hàng tự sản xuất hiện tại 35,5% của DMC. Tuy nhiên chúng tôi xem xét việc DMC sẽ nhận được bao nhiêu lợi nhuận khi sản xuất nhượng quyền cho chính cổ đông lớn là CFR.
- Chúng tôi nhận định cổ đông lớn Abbott sẽ đóng vai trò quan trọng về mặt kinh nghiệm và nhân sự cho việc vận hành nhà máy mới với chuẩn sản xuất cao hơn của DMC. Bên cạnh đó, chúng tôi đang theo sát tình hình sản xuất nhượng quyền của CFR tại DMC đặc biệt khi nhà máy mới được đưa vào hoạt động.

Kế hoạch mở rộng công suất và nâng chuẩn nhà máy của DMC. Công suất là vấn đề quan trọng trong dự phóng tăng trưởng của DMC, năm 2014 nhà máy non-betalactam hoạt động ở công suất cao nhất và chúng tôi ước tính đến năm 2016 và 2020 nhà máy Penicilin và nhà máy Cepalospherin cũng hoạt động tối đa công suất. Trong năm 2015 DMC dự kiến sẽ thực hiện tiến hành xây dựng nhà máy non-betalactam viên – cốm – bột công suất 3 tỷ đvsp tại khu công nghiệp Cần Lố, tỉnh Đồng Tháp. Nhà máy được dự kiến xây dựng với 5 dây chuyền sản xuất trong đó một dây chuyền đạt chuẩn EU-GMP và 4 dây chuyền còn lại đạt chuẩn PIC/S-GMP với tổng vốn đầu tư khoảng 25 triệu USD. Chúng tôi nhận định nhiều khả năng nhà máy chỉ có thể đi vào hoạt động sớm nhất từ năm 2019.

SCIC và CFR đang cân nhắc việc liên doanh xây dựng nhà máy sản xuất thuốc ung thư và để DMC là nhà phân phối độc quyền của nhà máy này. Mặc dù nhận định đây là một cơ hội tăng trưởng doanh thu tốt của DMC tuy nhiên chúng tôi chờ đợi thêm thông tin chi tiết để nâng mức dự phóng tăng phóng dài hạn cho DMC.

Với định hướng của Abbott tại DMC và kế hoạch xây dựng nhà máy mới với sự hỗ trợ của cổ đông lớn Abbott, chúng tôi nhìn nhận lạc quan đối với tăng trưởng doanh thu dài hạn của DMC.

Một số thông tin ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn đáng chú ý

Hấp dẫn khối ngoại khi dự thảo nâng sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài từ 49% lên 60% dự kiến vào cuối năm 2015: Room khối ngoại của DMC luôn duy trì tại mức trần 49% theo quy định, Cổ phiếu DMC nhiều khả năng sẽ nhận được quan tâm của khối ngoại khi dự thảo nâng trần sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài được thông qua.

Định giá DMC

Phương pháp định giá: BVSC chọn "Chiết khấu dòng tiền FCFF" làm phương pháp chủ yếu định giá cổ phiếu DMC. Ngoài ra, chúng tôi cũng đề cập thêm các phương pháp P/E và P/B để định giá tương quan DMC với các công ty thuộc ngành dược phẩm.

Cơ sở định giá:

- **Mảng dược phẩm:** Bám sát công suất thực tế của các nhà máy, mức tăng trưởng về doanh thu được tính trên tăng trưởng công suất nhà máy, dự kiến giảm đều trong giai đoạn 2015 – 2019 do các nhà máy chính ở mức công suất tối đa.
- **Mảng kinh doanh hàng hóa và dịch vụ:** Giả định tăng trưởng 7% trong giai đoạn 2015 – 2019.
- **Tăng trưởng dài hạn:** 2%
- **Suất chiết khấu WACC dài hạn:** 12%

Phương pháp định giá	Giá mục tiêu	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
FCFF	50,686,11	60%	30,412
P/E = 10,9x	54,911,25	20%	10,982
P/B = 1,97x	58,631,60	20%	11,726
Giá trung bình		**100%**	**53,120**

Bằng cách tính giá trung bình theo ba phương pháp FCFF, P/E, và P/B, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cho cổ phiếu DMC là 53,000 đồng/cổ phiếu cao hơn 28,62% so với giá đóng cửa ngày 10/04/2014.

Khuyến nghị đầu tư

BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** cổ phiếu DMC với giá mục tiêu **53.000 đồng/cổ phiếu** bằng 3 phương pháp định giá FCFF, P/E và P/B. Nhìn chung, DMC thích hợp đối với các nhà đầu tư giá trị với các điểm nhấn đầu tư chính:

- Tiềm năng tăng trưởng doanh thu dài hạn từ sản xuất nhượng quyền với sự hỗ trợ của cổ đông lớn Abbott
- Nhà máy non-betalactam mới với công suất 3 tỷ đvsp
- Ngành dược Việt Nam có tốc độ và tiềm năng tăng trưởng cao.
- DMC là doanh nghiệp dược nội địa lớn thứ 3 thị trường với danh mục thuốc đa dạng và kênh phân phối rộng khắp.
- DMC có chính sách trả cổ tức bằng tiền tốt từ 18% - 22%/mệnh giá.
- Giá thị trường của DMC còn thấp so với giá trị thực của doanh nghiệp. Cụ thể P/E hiện tại 7,65 lần thấp hơn nhiều so với trung bình ngành 10,9 lần

Tuy nhiên chúng tôi lưu ý một số rủi ro đối với cổ phiếu DMC cho nhà đầu tư như sau:

- Thanh khoản của cổ phiếu DMC khá thấp.
- Quan ngại về khả năng luân chuyển lợi nhuận giữa DMC và Abbott về dài hạn.

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.

Các mức khuyến nghị

Khuyến nghị	Định nghĩa
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