24.02.2016

HOSE - Vietnam

www.phs.vn

CTCP Dược Hậu Giang (DHG)

Ngành: Dược phẩm

TRUNG LẬP

Giá mục tiêu	87,100	VNĐ
Giá đóng cửa	83,000	VNĐ
23/02/2015		

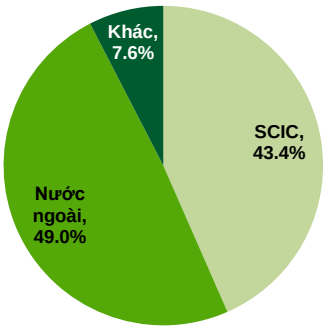
Nguyễn Hoàng Bảo Châu
(+84-8) 5413-5472
chaunguyen@phs.vn

Thông tin cổ phiếu

Mã CP	DHG
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	7,330
CP đang lưu hành (triệu)	733
Vốn hóa (tỷ đồng)	59,369
Biên độ 52 tuần (đồng)	61,500~89,100
KLGD trung bình 3 tháng	26,808
Beta	0.14
Sở hữu nước ngoài	49%
Ngày niêm yết đầu tiên	21/12/2006

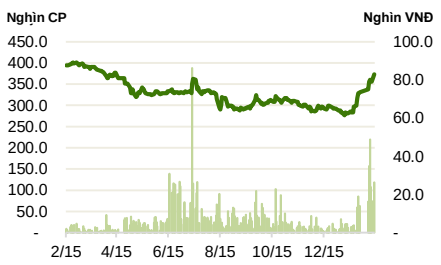
Cổ đông lớn

SCIC	43.4%
Portal Global Limited	7.2%
Vietnam Enterprise Investments Limited	2.5%



Biến động giá

	3 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	14.5	17.7	-5.1
(%)	21%	27%	-6%



Ưu đãi thuế cho nhà máy mới tạo động lực tăng trưởng lợi nhuận cho DHG

Kết quả kinh doanh năm 2015 của DHG có nhiều điểm sáng

Chúng tôi thấy rằng tuy doanh thu tuy sụt giảm so với cùng kỳ năm trước nhưng lợi nhuận sau thuế tăng trưởng khá tốt nhờ vào việc miễn giảm thuế thu nhập doanh nghiệp.

Cụ thể, doanh thu thuần năm 2015 đạt 3,609 tỷ đồng (-7.8% YoY), mức sụt giảm cho thấy đà tăng trưởng doanh thu của DHG chững lại sau mức tăng tốt trong giai đoạn 2010-2014 với mức tăng bình quân 18%. Chiến lược kinh doanh năm 2014 đã ảnh hưởng đến kết quả năm 2015 do DHG tích cực đẩy mạnh bán hàng vào quý 4/2014 cho khách hàng lớn nên các khách hàng này gặp vấn đề hàng tồn kho trong bối cảnh sức mua giảm trong năm 2015.

Trong cơ cấu doanh thu, doanh thu hàng công ty tự sản xuất luôn chiếm tỷ trọng cao vượt trội so với hàng công ty phân phối. Năm 2015, doanh thu hàng sản xuất đạt 2,673 tỷ đồng (-25,1% YoY) và đóng góp 74% tổng doanh thu (so với 91% của năm 2014) và tỷ trọng doanh thu của hoạt động phân phối có sự gia tăng mạnh lên 915 tỷ đồng (bằng 2.8 lần năm 2014) và đóng góp 25% trong cơ cấu doanh thu (so với 8% của năm 2014). Về sản phẩm, 90% doanh thu đến từ thuốc OTC (thuốc không cần ghi toa) và 10% đến từ thuốc ETC (thuốc có sự chỉ dẫn và theo dõi của bác sĩ). Về thị trường, hầu hết sản phẩm công ty (99%) phân phối ở thị trong nước và doanh thu từ xuất khẩu chỉ đóng góp 1% vào cơ cấu doanh thu.

Trong năm 2015, việc áp dụng Thông tư 200, với việc ghi nhận các khoản chiết khấu vào giá vốn hàng bán thay vì vào chi phí bán hàng đã ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận gộp của DHG. Theo đó, tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2015 chỉ ở mức 39.2%, giảm mạnh so với mức 54.5% của năm 2014. Thêm vào đó, tỷ suất lợi nhuận gộp giảm cũng do cơ cấu doanh thu thay đổi khi mảng phân phối có biên lợi nhuận thấp hơn hoạt động sản xuất nhưng lại có sự gia tăng trong năm 2015. Và cũng chính thông tư 200 đã khiến chi phí bán hàng giảm 58.4% YoY khi ghi nhận 456.9 tỷ đồng.

Nhờ vào việc miễn giảm thuế cho nhà máy Non-Betalactam mới đi vào hoạt động từ 2014, thuế suất thực tế đã giảm đáng kể còn 15.6% so với 25.1% của năm 2014 đã giúp lợi nhuận sau thuế năm 2015 đạt 590.4 tỷ đồng, tăng 10.7% YoY dù doanh thu sụt giảm trong năm.

DHG có thể tận dụng lợi thế để duy trì mức tăng trưởng

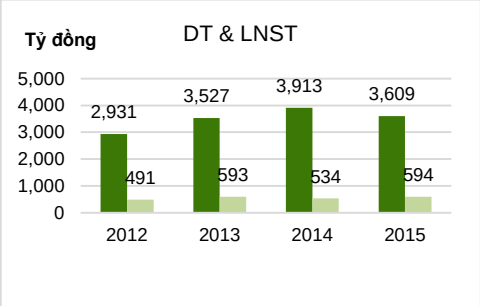
DHG là một doanh nghiệp có tên tuổi trên thị trường, có lợi thế kênh phân phối rộng và phát triển bền vững hệ thống bán hàng.

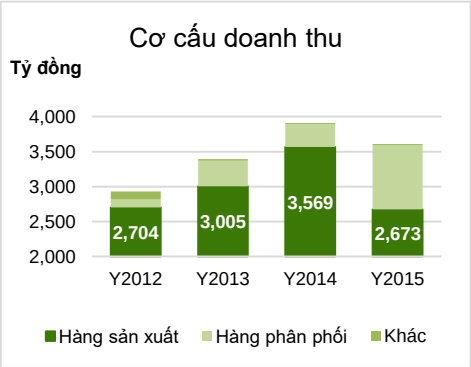
Tình hình tài chính của DHG khá vững mạnh đòn bẩy nợ tương đối thấp. Vì vậy, công ty không chịu gánh nặng từ chi phí lãi vay.

Ưu đãi thuế lớn từ nhà máy mới giúp lợi nhuận sau thuế tăng tích cực những năm sau. Cụ thể, nhà máy mới NonBetalactam tại Khu Công nghiệp Tân Phú Thạnh đạt tiêu chuẩn GMP WHO đi vào hoạt động tháng 04/2014 có chính sách ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp trong 15 năm (4 năm đầu thuế suất 0%, 9 năm tiếp theo thuế suất 5%, 2 năm còn lại thuế suất 10%).

Trong dài hạn ngành dược còn nhiều tiềm năng tăng trưởng nhưng trong ngắn hạn ngành gặp phải nhiều thách thức

Những yếu tố thúc đẩy ngành dược tăng trưởng như





Ngành dược nước ta còn yếu, trình độ khoa học công nghệ còn hạn chế, và mới chỉ ở giai đoạn sản xuất được thuốc generic (thuốc đã hết bản quyền bảo hộ) bao gồm thuốc kháng sinh, chống viêm, giảm đau hoặc Vitamin và thuốc bổ. Trong khi đó, hóa dược và biệt dược như các sản phẩm đặc trị, chuyên khoa còn phải nhập khẩu. Tính chung, thuốc sản xuất trong nước chỉ chiếm 50% tổng giá trị thuốc tiêu thụ tại Việt Nam.

Theo Chiến lược quốc gia phát triển ngành dược Việt Nam giai đoạn đến năm 2020 và tầm nhìn đến năm 2030, mục tiêu đến năm 2020, thuốc sản xuất trong nước chiếm 80% tổng giá trị thuốc tiêu thụ trong năm. Bên cạnh tỷ lệ tăng trưởng tổng chi tiêu thuốc cả nước kỳ vọng ở mức hai con số sẽ thúc đẩy ngành dược tăng trưởng. Theo ước tính của BMI năm 2015 ước đạt 4.2 tỷ USD (+9% YoY). Năm 2016, theo BMI, tốc độ tăng trưởng giá trị tiêu thụ thuốc của Việt Nam tiếp tục duy trì mức tăng trưởng cao, ước tính khoảng 10%, và 5 năm tới giá trị thị trường dược phẩm Việt Nam có thể đạt mức 8 tỷ USD.

Kỳ vọng này xuất phát từ đặc điểm của Việt Nam quy mô dân số đông, tăng nhanh và ý thức bảo vệ sức khoẻ của người dân Việt Nam ngày càng được nâng cao khi thu nhập gia tăng. Theo thống kê, chi tiêu thuốc bình quân đầu người Việt Nam hiện nay quanh mức 35 USD/năm, thấp hơn nhiều so với nhiều nước lân cận như Thái Lan (60 USD người/năm), Trung Quốc (100 USD người/năm), và bình quân thế giới là 186 USD của thế giới. Ngoài ra, chính sách mở rộng của hệ thống bảo hiểm y tế quốc gia nâng số dân có bảo hiểm y tế lên 90% dân số đến năm 2020 chính là nhân tố thúc đẩy tăng trưởng chi tiêu thuốc bình quân đầu người tại Việt Nam trong tương lai.

Với lợi thế là doanh nghiệp đầu ngành, DHG hưởng lợi nhiều nhất từ tiềm năng tăng trưởng của ngành. Tuy nhiên, cũng như các doanh nghiệp khác của ngành dược, DHG cũng chịu những rủi ro đáng kể.

Thách thức mà doanh nghiệp ngành dược gặp phải

Đầu tiên là rủi ro nguyên vật liệu do đặc trưng của ngành dược nhập khẩu đến 90% nguyên liệu. DHG cũng không phải là ngoại lệ, công ty nhập khẩu 80% nguyên liệu. Bên cạnh việc không chủ động nguồn nguyên liệu thì việc nhập khẩu nhiều cũng khiến công ty gặp phải rủi ro tỷ giá, chính sách thuế nhập khẩu trong bối cảnh tỷ giá USD/VNĐ đang gặp áp lực gia tăng

DHG cũng như các công ty ngành dược khác gặp phải rủi ro chính sách như:

Nghị định 176/2013/NĐ-CP có hiệu lực từ ngày 31/12/2013, kiểm soát việc bán lẻ các loại thuốc không phải kê đơn. Trong khi đó, theo báo cáo 2013, thuốc kháng sinh chiếm 41% tổng doanh thu của DHG.

Quy định của Thông tư 36/2013 sửa đổi bổ sung TT01/2012 về đấu thầu thuốc ETC (thuốc phải kê toa cung ứng cho bệnh viện) với tiêu chí ưu tiên giá thấp là khó khăn đối với các doanh nghiệp dược, tạo điều kiện cho phép thuốc nhập khẩu giá rẻ từ Trung Quốc, Ấn Độ thâm nhập vào hệ thống bệnh viện. Dù vậy, thông tư này không có ảnh hưởng trực tiếp nghiêm trọng đến DHG do kênh ETC chỉ đóng góp khoảng 10% doanh thu của DHG. Tuy nhiên, DHG sẽ gặp tác động gián tiếp. Do khó khăn từ hệ điều trị, hầu hết các công ty dược đã chuyển sang phát triển thị trường OTC để bù đắp doanh thu sẽ làm gia tăng áp lực cạnh tranh trong ngành.

Trong dài hạn, ảnh hưởng từ các hiệp định thương mại tự do FTA và TPP cũng có tác động không tích cực lên các công ty dược. Theo các điều

khoản TPP, thuế suất mặt hàng dược phẩm giảm từ 2.5% về 0% khiến cạnh tranh lớn với các hãng quốc tế, đặc biệt là Ấn Độ và Trung Quốc nhưng nhìn chung ảnh hưởng chưa nhiều do mức thuế hiện tại cũng khá thấp. Vấn đề quan trọng hơn là thời gian bảo hộ đối với thuốc độc quyền sẽ tăng lên gây khó khăn cho các quốc gia có nền sản xuất dược phẩm ở mức thấp như Việt Nam, vốn chỉ sản xuất chủ yếu dòng thuốc generic. Điều khoản này khiến các doanh nghiệp Việt Nam mất nhiều thời gian hơn để phát triển và thuốc ngoại sẽ chiếm ưu thế hoàn toàn trên thị trường.

Quan điểm Trung Lập: Giá DHG hiện đang ở mức 83,000 đồng, tăng khá mạnh từ đầu tháng 2/2016 đến nay. Trong bối cảnh thị trường chứng khoán khá giằng co, DHG cũng như các cổ phiếu ngành dược khác phát huy khá tốt đặc tính cổ phiếu phòng thủ nên thu hút khá tốt dòng tiền cùng với đà tăng tích cực. Nhưng chúng tôi cho rằng, triển vọng của ngành dược không thật sự khả quan với những yếu tố tích cực và tiêu cực đan xen, cùng với những rủi ro trong dài hạn, chúng tôi định giá cổ phiếu DHG ở mức 87,000 VND dựa trên 2 phương pháp: P/B (tỷ trọng 60%, P/B ước tính năm 2016 là 2.9x và BVPS dự phóng cho năm 2016) và P/E (tỷ trọng 40%, P/S ước tính năm 2016 là 11.5x và EPS kỳ vọng năm 2016).

	2013	2014	2015	2016 E
Doanh thu thuần	**3,527**	**3,913**	**3,609**	**3,649**
%YoY	20.3%	10.9%	-7.8%	1.1%
Lợi nhuận gộp	**1,640**	**2,131**	**1,414**	**1,447**
%YoY	13.6%	29.9%	-33.6%	2.3%
Biên LN gộp	47%	54%	39%	40%
Biên LN HĐKD	17%	18%	19%	20%
Lợi nhuận sau thuế	**593.3**	**533.8**	**594.4**	**630.6**
LNST cổ đông công ty mẹ	**589.0**	**533.3**	**590.4**	**626.4**
% YoY	21.2%	-9.5%	10.7%	6.1%

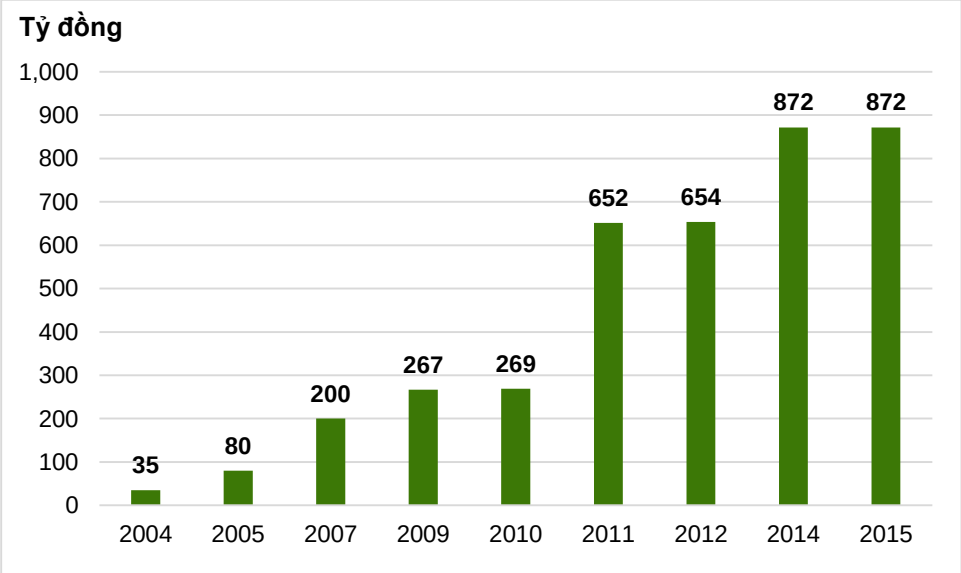
Sơ lược công ty

Năm 2004, Công ty Cổ phần Dược Hậu Giang chính thức đi vào hoạt động theo quyết định cổ phần hóa Xí nghiệp Liên hợp Dược Hậu Giang, tiền thân là Xí nghiệp Dược phẩm 2/9 được thành lập vào năm 1974. Công ty có trụ sở chính tại tỉnh Cần Thơ.

Dược Hậu Giang là đơn vị dẫn đầu ngành dược Việt Nam và ngang tầm với công ty dược trong khu vực Đông Nam Á. Theo đó, DHG đứng ở vị trí Top 5 khi chiếm lĩnh trên 5% thị phần toàn ngành dược và 11% thị phần thuốc sản xuất trong nước. Mạng lưới phân phối của DHG được xem là mạnh nhất trong ngành dược Việt Nam với 12 công ty con, 24 chi nhánh, 68 quầy thuốc – nhà thuốc tại bệnh viện trải dài từ Lạng Sơn đến Cà Mau.

Sản phẩm của công ty bao gồm dược phẩm, dược mỹ phẩm và thực phẩm chức năng. Trong đó, doanh thu sản phẩm dược phẩm đóng góp hơn 90% trong tổng doanh thu. Sản phẩm tiêu biểu của công ty là thuốc kháng sinh và giảm đau hạ sốt thuốc gói trẻ em thương hiệu Hapacol. Bên cạnh thị trường trong nước, sản phẩm của DHG được xuất khẩu tại 13 quốc gia như Moldova, Ukraina, Myanmar, Nga, Mông Cổ, Campuchia, Nigieria, Lào, Singapore, Jordan, SriLanka, Rumani, Bắc Triều Tiên. Tuy nhiên, doanh thu xuất khẩu khá nhỏ (~1%) và các sản phẩm xuất khẩu chủ yếu là nhóm có nguồn gốc thảo dược với thế mạnh nguồn thảo dược thiên nhiên của Việt Nam.

Quá trình tăng vốn (tỷ VNĐ)



Nguồn PHS

Chỉ số tài chính (tỷ VNĐ)

Income statement	2013	2014	2015	2016 E
Revenue	3,527	3,913	3,609	3,649
Cost of goods sold	1,887	1,782	2,194	2,202
Gross profit	1,640	2,131	1,414	1,447
Selling Expenses	770	1,099	457	438
Managing Expenses	271	313	261	274
Operating profit	600	719	697	735
Non operating profit	184.2	7.6	15.9	16.1
Interest expense	2.3	4.8	8.7	8.8
Total profit before tax	782	722	704	742
Profit after Tax	593	534	594	631
Profit after Tax of parent company	589	533	590	626
Balance sheet	**2013**	**2014**	**2015**	**2016 E**
Current Assets	2,233	2,386	2,218	2,336
Cash and Cash Equivalents	613	496	595	552
Short term Financial Investment	170	261	333	333
Short term Account Receivables	667	841	645	687
Inventory	758	781	635	756
Other Current Assets	24	7	10	7
Non-current Assets	848	1,096	1,142	1,152
Long term Account Receivables	-	-	-	-
Fixed assets	799	964	1,066	1,148
Real estate investments	-	-	-	-
Capital Construction in Process	282	50	17	10
Long term Financial Investments	21	17	16	16
Other long term assets	28	116	43	26
Good Will	-	-	-	-
Total Assets	**3,081**	**3,483**	**3,360**	**3,488**
Liabilities	1,081	1,189	837	675
Short term Liabilities	1,030	1,120	775	611
Long term Liabilities	51	69	62	64
Owners equity	1,981	2,277	2,523	2,812
Common stocks	654	872	872	872
Benefits of minitory shareholders	18	17	-	-
Total Equity	**3,081**	**3,483**	**3,360**	**3,488**

Cash flow	2013	2014	2015	2016 E
Net operating	484	272	471	534
Net Investing	-468	-307	-290	-491
Net Financing	-122	-82	-183	-86
Net during the period	-106	-117	-2	-43
Cash at beginning	719	613	496	595
Cash at end of year	613	496	595	552
Valuation	**2013**	**2014**	**2015**	**2016 E**
EPS (VND)	9,074	6,998	6,819	7,235
BVPS (VND)	30,307	26,121	28,945	32,266
P/E	5.8	13.2	9.8	11.5
P/B	1.7	3.5	2.3	2.9
Financial ratios	**2013**	**2014**	**2015**	**2016 E**
Capital Structure				
Current assets/ Total assets	72%	69%	66%	67%
Non-Current assets/ Total assets	28%	31%	34%	33%
Debt/Equity	0.5	0.5	0.3	0.2
Debt/Total assets	0.4	0.3	0.2	0.2
Interest coverage ratio	345.3	150.2	81.9	85.3
Liquidity				
Current ratio	2.2	2.1	2.9	3.8
Quick ratio	1.4	1.4	2.0	2.6
Efficiency				
Inventory Days	144.6	157.7	104.2	123.6
Receivables Days	68.1	77.4	64.4	67.7
Payables Days	51.1	52.8	34.3	41.5
Current assets turnover	1.6	1.6	1.6	1.6
Fixed assets turnover	4.4	4.1	3.4	3.2
Total assets turnover	1.1	1.1	1.1	1.0
Profitability				
Gross margin	47%	54%	39%	40%
Operating margin	17%	18%	19%	20%
Net profit margin	17%	14%	16%	17%
ROE	32%	25%	25%	24%
ROA	22%	16%	17%	18%

Nguồn: DHG và PHS dự phóng

Đảm bảo phân tích

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

Định nghĩa xếp loại

Tăng tỷ trọng = cao hơn thị trường nội địa trên 10%
Trung lập = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%
Giảm tỷ trọng = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.
Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

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

Miễn trách

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

Công ty cổ phần chứng khoán Phú Hưng
Tòa nhà CR3-04B, Tầng 4,
109 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM
Điện thoại: (84-8) 5 413 5479
E-mail:info@phs.vn
Call Center:(84-8) 39 33 99 66