BAOVIET Securities

Ngành Dược

Báo cáo cập nhật

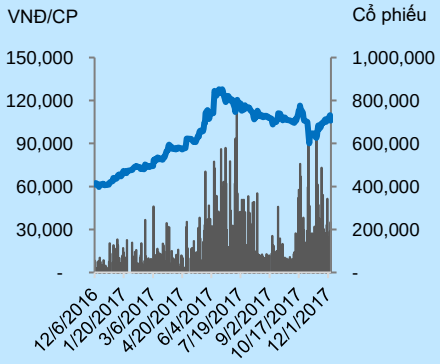
Tháng 12, 2017

Khuyến nghị	NEUTRAL
Giá kỳ vọng (VND)	108.500
Giá thị trường (05/12/2017)	106.000
Lợi nhuận kỳ vọng	+2,4%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	59.640-127.850
Vốn hóa	13.859 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	130.746.071
KLGD bình quân 10 ngày	223.046
% sở hữu nước ngoài	49%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	3.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	2.8%
Beta	0,14

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
DHG	66,2%	10,2%	-0,9%	-16,4%
VN-Index	41,9%	10,9%	18,7%	24,1%

Chuyên viên phân tích

Hà Thị Thu Hằng

(84 28) 3914 6888 ext 255

hathithuhang@baoviet.com.vn

CTCP Dược Hậu Giang

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

Lợi nhuận tăng trưởng nhờ ưu đãi thuế

Cập nhật tình hình kinh doanh Q3/2017. Doanh số và biên gộp giảm, chi phí hoạt động tăng khiến LNST Q3/2017 chỉ đạt 138 tỷ đồng, -15,3% yoy**.** Theo đó, lũy kế 9M2017, DHG đạt 2.710 tỷ đồng doanh thu thuần (+4% yoy) và 496 tỷ đồng LNTT (-3,4% yoy). Nhờ ưu đãi thuế, LNST vẫn tăng 6,1% yoy, đạt 497 tỷ đồng.

Dự báo cả năm 2017. BVSC ước tính doanh thu thuần đạt 4.018 tỷ đồng (+6,2% yoy), hoàn thành 92% kế hoạch. LNST dự báo khoảng 747 tỷ đồng (+4,7% yoy). EPS dự phóng 2017 ~5.144 đồng/cổ phiếu.

Triển vọng kinh doanh 2018: Cho năm sau, chúng tôi dự báo LNST đạt 787 tỷ đồng, +5,4% yoy nhờ: (1) Đẩy mạnh các chương trình marketing, quảng cáo và chiến lược bán hàng theo chiều sâu hỗ trợ doanh số; (2) Biên lợi nhuận cải thiện do cơ cấu sản phẩm hiệu quả hơn.

Khuyến nghị đầu tư: Tăng trưởng chậm lại của DHG do nhu cầu tiêu thụ giảm và môi trường cạnh tranh gay gắt trên kênh OTC khi tỷ lệ tham gia bảo hiểm y tế ngày càng tăng cũng như nhiều doanh nghiệp có chiến lược tập trung vào kênh này. Kháng sinh và giảm đau hạ sốt là hai nhóm hàng đóng góp chính trong doanh thu của DHG nhưng không có nhiều sự khác biệt so với đối thủ. Sản phẩm chức năng - một lĩnh vực có nhiều triển vọng - vẫn cần thêm thời gian để khẳng định chỗ đứng trên thị trường. Lợi thế cạnh tranh chính của công ty là hệ thống phân phối rộng và đội ngũ bán hàng tốt. Chúng tôi khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu DHG dựa trên giá trị ước tính hợp lý là **108.500** đồng/cổ phiếu, cao hơn 2% so với giá đóng cửa ngày 5/12/2017. Nhìn chung về mặt cơ bản, tăng trưởng của DHG sẽ khó có sự đột biến, EPS 2018 ước đạt 5.451 đồng/cổ phiếu, tương đương P/E forward là 19,4 lần. Tuy nhiên, ngoài yếu tố cơ bản, câu chuyện về nới room khối ngoại, kế hoạch mua lại cổ phiếu quỹ (đã được ĐHCĐ 2017 thông qua) và những đồn đoán về ý định thoái vốn của SCIC sẽ là yếu tố hỗ trợ tích cực cho giá cổ phiếu trong năm 2018.

Chỉ số tài chính		2016	2017 E	2018 F
Doanh thu	Tỷ đồng	3.782	4.019	4.321
LNST	Tỷ đồng	714	747	787
EPS*	VND	7.370	5.145	5.451
BV	VND	33.203	28.670	31.615
P/E	x		20,6	19,4
P/B	x		3,7	3,4

*(Nguồn: DHG, BVSC tổng hợp, *: EPS pha loãng từ năm 2017)*

Cập nhật tình hình kinh doanh Q3/2017.

Doanh thu hàng sản xuất sụt giảm. Theo IMS Health, tiêu thụ thuốc kênh OTC của Việt Nam trong 9T2017 giảm 5% và tăng 12% trên kênh ETC. Điều này cho thấy ảnh hưởng tích cực của chương trình bảo hiểm y tế toàn dân trên kênh ETC, đồng thời phản ánh môi trường cạnh tranh gia tăng khi nhiều công ty dược có xu hướng chuyển từ kênh ETC qua kênh OTC sau khi quy định đấu thầu thay đổi. DHG được xem là doanh nghiệp dẫn đầu ngành về phân phối dược phẩm qua kênh OTC, với doanh thu OTC chiếm ~90%. Do đó nhu cầu tiêu thụ thuốc kênh này giảm khiến tình hình kinh doanh của DHG kém khả quan. Ngoài ra, việc thay đổi nhân sự cấp cao, chuyển đổi mô hình phân phối và khó khăn ban đầu khi đi vào vận hành dây chuyền sản xuất mới theo tiêu chuẩn PIC/S cũng là lý do khiến KQKD của DHG đạt thấp hơn kỳ vọng. Cụ thể DTT Q3/2017 đạt 902 tỷ đồng, -1,7% yoy. Trong đó, doanh thu hàng tự sản xuất (đóng góp 77%) giảm 4,1% yoy trong khi hàng phân phối (chiếm 22%) vẫn tăng 17,6% yoy nhờ doanh số MSD và Eugica tăng mạnh.

Biên lợi nhuận gộp giảm về 44,7% từ mức 46,4% trong Q3/2016 do tỷ trọng hàng sản xuất (có biên lợi nhuận cao) giảm. Theo đó LNG đạt 403 tỷ đồng, -5,3% yoy.

DHG đẩy mạnh quảng cáo và tăng số lượng nhân viên bán hàng nhằm thực hiện chiến lược theo chiều sâu, mỗi nhân viên sẽ tập trung bán một sản phẩm/thương hiệu thay cho nhiều thương hiệu như trước. Chi phí bán hàng tăng mạnh 27% yoy, lên 196 tỷ đồng. Ngược lại, chi phí quản lý giảm 9% yoy xuống 67 tỷ đồng.

Như vậy, doanh số và biên lợi nhuận giảm, chi phí hoạt động tăng khiến LNST Q3/2017 chỉ đạt 138 tỷ đồng, -15,3% yoy.

Lũy kế 9 tháng đầu năm, DHG đạt 2.710 tỷ đồng DTT (+4% yoy) và 496 tỷ đồng LNTT (-3,4% yoy), hoàn thành lần lượt 62% và 60% kế hoạch cả năm. Tuy nhiên, nhờ ưu đãi thuế, LNST vẫn tăng 6,1% yoy, đạt 497 tỷ đồng.

Chỉ tiêu tài chính (Tỷ VND)	Q32017	YoY	9M2017	YoY
Doanh thu thuần	**902**	**-1,6%**	**2.710**	**4,0%**
Giá vốn hàng bán	499	1,6%	1.490	4,5%
Lợi nhuận gộp	403	-5,2%	1.219	3,2%
Chi phí bán hang	196	27,4%	490	10,9%
Chi phí QLDN	67	-9,2%	223	9,3%
LN từ HĐKD	143	-25,5%	493	-4,6%
LNST	**138**	**-15,5%**	**497**	**6,1%**
Biên gộp	*44,7%*		*45,0%*	
Biên ròng	*15,3%*		*18,4%*	
CPBH/DTT	*21,7%*		*18,1%*	
CPQL/DTT	*7,4%*		*8,2%*	

(Nguồn: BCTC của DHG)

Dự báo cả năm 2017 và triển vọng năm 2018

Dự báo cả năm 2017

Theo yếu tố mùa vụ, Q4 thường là thời gian bứt phá về doanh thu và lợi nhuận của DHG. Việc tuyển thêm nhân viên và chiến lược bán hàng phát triển theo chiều sâu cùng những chương trình quảng cáo, marketing cho các nhãn hàng chủ lực được đẩy mạnh vào nửa cuối năm kỳ vọng sẽ tác động tích cực lên doanh số. Bên cạnh đó, sự ổn định về nhân sự cấp cao, những hạn chế khi vận hành dây chuyền sản xuất mới dần được khắc phục sẽ mang lại hiệu quả hoạt động cao hơn. Theo đó, chúng tôi ước tính riêng trong Q4/2017, DHG có thể đạt 1.308 tỷ đồng doanh thu thuần (+11,4% yoy). Biên lợi nhuận gộp ~44,8%, tương đương với quý trước. Giả định tỷ lệ chi phí bán hàng và chi phí quản lý trên doanh thu lần lượt là 16,3% và 7,1%. Theo đó LNST ước đạt 250 tỷ đồng (+3,7% yoy).

Lũy kế cả năm 2017, doanh thu thuần ước đạt 4.018 tỷ đồng (+6,2% yoy), hoàn thành 92% kế hoạch. LNST dự báo khoảng 747 tỷ đồng (+4,7% yoy). EPS 2017 ~5.144 đồng/cổ phiếu.

Triển vọng kinh doanh 2018

Cho năm 2018, chúng tôi dự báo LNST ước đạt 787 tỷ đồng, +5,4% yoy, dựa trên những giả định sau:

- ✓ Doanh thu thuần tăng trưởng 7,5% so với năm 2017, ước đạt 4.320 tỷ đồng, được dẫn dắt bởi sự tăng mạnh của nhóm thực phẩm chức năng (Naturenz, Nattoenzym, Spivital) Nhóm hàng giảm đau hạ sốt (Hapacol) và kháng sinh tiếp tục xu hướng tăng nhưng mức tăng sẽ chậm lại. DHG đã thành công khi phát triển thương hiệu Hapacol từ năm 2003 đến nay, đưa Hapacol lên vị trí thứ ba trong mảng thuốc giảm đau hạ sốt (chỉ sau 2 nhãn hiệu Efferalgan và Paradol), chiếm 12% thị phần trong năm 2015. Với nhiều kinh nghiệm phát triển và mở rộng thị trường, chúng tôi tin tưởng rằng công ty có thể đẩy mạnh doanh thu các dòng sản phẩm mới như Naturenz, NattoEnzym, Spivital nhờ: (1) Hệ thống kênh phân phối sâu rộng; (2) Đội ngũ bán hàng có năng lực tốt; (3) Đời sống người dân cải thiện kéo theo nhu cầu về sản phẩm hỗ trợ tim mạch, gan mật, trí não… ngày càng gia tăng.

  Để đảm bảo yêu cầu về tăng sở hữu cho nhà đầu tư nước ngoài, nhiều khả năng DHG sẽ loại bỏ hoạt động mua bán thuốc thương mại. Do đó kế hoạch xuất khẩu sang Lào, Myanmar và Cambodia được xem là giải pháp để duy trì tăng trưởng cho DHG.
- ✓ Biên lợi nhuận gộp tăng nhẹ lên 45,1% từ mức 44,9% ở năm 2017 nhờ cải thiện cơ cấu sản phẩm, tập trung tăng tỷ trọng thuốc có tỷ suất lợi nhuận cao. Ngoài ra, sự hỗ trợ trực tiếp từ Taisho sẽ giúp việc vận hành dây chuyền sản xuất mới ổn định hơn, cải thiện công suất nhà máy, giảm định phí trên mỗi sản phẩm. Theo đó, lãi gộp ước đạt 1.949 tỷ đồng, +8% yoy.

- ✓ DHG sẽ đẩy mạnh các chương trình marketing, quảng cáo để thúc đẩy doanh số. Theo đó chúng tôi giả định tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu ở mức 18%, tương ứng 765 tỷ đồng, +9% yoy.
- ✓ Tỷ lệ chi phí quản lý/doanh thu ~8,1%, ước đạt 350 tỷ đồng, + 7,5% yoy.
- ✓ Thuế suất thu nhập doanh nghiệp tăng lên 5,6% từ mức 3,1% trong năm 2017.

Chỉ số tài chính		2016	2017 E	2018 F
Doanh thu	Tỷ đồng	3.782	4.019	4.321
LNST	Tỷ đồng	714	747	787
EPS*	VND	7.370	5.145	5.451
BV	VND	33.203	28.670	31.615
P/E	x		20,6	19,4
P/B	x		3,7	3,4

*(Nguồn: DHG, BVSC tổng hợp, *: EPS pha loãng từ năm 2017)*

Khuyến nghị đầu tư.

Tăng trưởng chậm lại của DHG phản ánh nhu cầu tiêu thụ thuốc giảm và môi trường cạnh tranh gay gắt trên kênh OTC khi tỷ lệ tham bảo hiểm y tế ngày càng tăng cũng như nhiều doanh nghiệp có ch iến lược tập trung vào kênh này. Kháng sinh và giảm đau hạ sốt là hai nhóm hàng đóng góp chính trong doanh thu của DHG nhưng không có nhiều sự khác biệt so với các đối thủ. Sản phẩm chức năng - một lĩnh vực có nhiều triển vọng - vẫn cần thêm thời gian để khẳng định chỗ đứng trên thị trường. Lợi thế cạnh tranh chính của công ty là hệ thống phân phối rộng và đội ngũ bán hàng tốt. Chúng tôi khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu DHG dựa trên giá trị ước tính hợp lý là **108.500** đồng/cổ phiếu, cao hơn2% so với giá đóng cửa ngày 5/12/2017. Nhìn chung về mặt cơ bản, tăng trưởng của DHG sẽ khó có sự đột biến, EPS 2018 ước đạt 5.451 đồng/cổ phiếu, tương đương P/E forward là 19,4 lần. Tuy nhiên, ngoài yếu tố cơ bản, câu chuyện về nới room khối ngoại, kế hoạch mua lại cổ phiếu quỹ (đã được ĐHCĐ 2017 thông qua) và những đồn đoán về ý định thoái vốn của SCIC sẽ là yếu tố hỗ trợ tích cực cho giá cổ phiếu trong năm 2018.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018F**
Doanh thu	3.608	3.782	4.019	4.321
Giá vốn	2.195	2.058	2.213	2.372
Lợi nhuận gộp	1.413	1.724	1.805	1.949
Doanh thu tài chính	34	58	69	68
Chi phí tài chính	89	85	75	70
Lợi nhuận sau thuế	594	714	747	787

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018F**
Tiền & khoản tương đương tiền	441	623	877	1.174
Các khoản phải thu ngắn hạn	644	689	864	771
Hàng tồn kho	639	743	928	994
Tài sản cố định hữu hình	1.142	1.189	1.127	1.066
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	16	16	18	22
Tổng tài sản	4.807	5.313	5.850	6.350
Nợ ngắn hạn	780	998	994	1.115
Nợ dài hạn	62	58	64	64
Vốn chủ sở hữu	2.521	2.894	3.749	4.134
Tổng nguồn vốn	4.807	5.313	5.850	6.350

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018F**
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	-7,8%	4,8%	6,3%	7,5%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-15,5%	-5,8%	-3,1%	-5,6%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	39,2%	45,6%	44,9%	45,1%
Lợi nhuận thuần biên (%)	16,5%	18,9%	18,6%	18,2%
ROA (%)	12,3%	13,4%	12,8%	12,4%
ROE (%)	23,5%	24,7%	19,9%	19,1%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	17,5%	19,9%	18,1%	18,6%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	33,4%	36,5%	28,2%	28,5%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	5.748	7.370	5.145	5.451
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	28.925	33.203	28.670	31.615

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Hà Thị Thu Hằng** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được tôi xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận địnhtrong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương
Phó Giám đốc khối
luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà
Ngân hàng, Bảo hiểm
nguyenthuha@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang
Thép, Phân bón, Điện
chethimaitrang@baoviet.com.vn

Phan Thùy Trang
Cao su tự nhiên, Mía đường
phanthuytrang@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng
Công nghệ thông tin
nguyentiendung@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương
Phó Giám đốc khối
ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc
Bất động sản
nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa
Vật liệu xây dựng
lethanhhoa@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú
Ô tô & Phụ tùng, Dệt may
truongsyphu@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng
Dược
hathithuhang@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào
Hạ tầng, Nước
thaianhhao@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Nguyễn Xuân Bình
Phó Giám đốc khối
nguyenxuanbinh@baoviet.com.vn

Bạch Ngọc Thắng
Kinh tế trưởng
bachngocthang@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến
Chuyên viên vĩ mô
tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Đức Anh
Chiến lược thị trường
tranducanh@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách
Phân tích kỹ thuật
tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888