BÁO CÁO ĐỊNH GIÁ LẦN ĐẦU

NGÀNH: DƯỢC PHẨM | **Ngày 18 tháng 4 năm 2019**

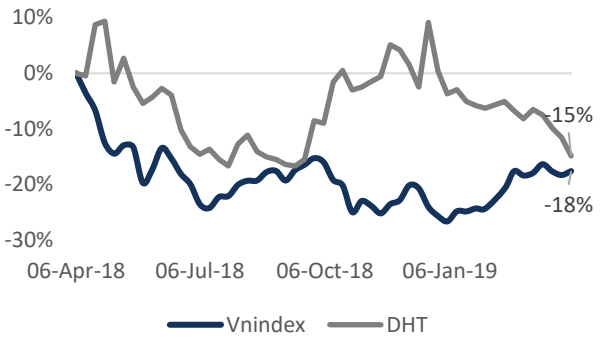
CÔNG TY CỔ PHẦN DƯỢC PHẨM HÀ TÂY (HNX: DHT)

Lê Phương Linh
Chuyên viên tư vấn đầu tư
Email: linhlp@fpts.com.vn
Điện thoại: (+84 24) - 3773 7070 - Ext: 5925

Giá hiện tại: 36.300đ
Giá mục tiêu : 43.968đ
Tăng/(giảm): **+21%**

Khuyến nghị
MUA

Biến động giá cổ phiếu DHT và VN-Index



Thông tin giao dịch ngày 18/04/2019	
Giá hiện tại (VND/cp)	36.300
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	46.400
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	34.600
Số lượng CP niêm yết (CP)	18.844.772
Số lượng CP đang lưu hành (CP)	18.823.143
KLGD bình quân 30 phiên	25.508
EPS trailing	4.986
P/E trailing	7,28x
Vốn hóa (tỷ đồng)	684

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	Công ty Cổ phần Dược phẩm Hà Tây
Địa chỉ	Số 10A Quang Trung, Thành Phố Hà Đông, Hà Nội
Doanh thu chính	Sản xuất & phân phối thuốc tân dược, Dịch vụ nhập khẩu ủy thác
Lợi thế cạnh tranh	Phân khúc thuốc giá rẻ phân phối đến tuyến huyện tại khu vực và nông thôn thuộc tỉnh Hà Tây cũ và một số tỉnh phía Bắc
Rủi ro chính	Biến động giá nguyên dược liệu

Cơ cấu cổ đông	Tỉ lệ (%)
Gđ Chủ tịch HĐQT Lê Văn Lớ	30,26%
Gđ TGĐ Lê Xuân Thắng	5,1%
Cổ đông nội bộ khác	16.67%
Quỹ đầu tư phát triển TP HN	5,34%
CTCP Dược và Thiết bị y tế Hà Tây	3,7%
Khác	39%

MỞ RỘNG HOẠT ĐỘNG PHÂN PHỐI RA CÁC TỈNH THÀNH MIỀN TRUNG VÀ NAM, KỲ VỌNG GIA TĂNG TỶ TRỌNG DOANH THU MẢNG SẢN XUẤT

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu DHT – Công ty cổ phần dược phẩm Hà Tây, niêm yết trên sàn HNX. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF, chúng tôi xác định giá mục tiêu của cổ phiếu DHT là **43.968đ/cp**, cao hơn **21%** so với mức giá hiện tại. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho mục tiêu trung hạn.

Chúng tôi ước tính doanh thu trong năm 2019 của DHT đạt khoảng 1.884 tỷ đồng (+10% yoy). Lợi nhuận sau thuế ước đạt 107 tỷ đồng (+27% yoy), tương ứng với mức EPS 2019 đạt 5.092 đồng/cp.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- **Công ty dự kiến trong quý II/2019 sẽ hoàn thành việc mở rộng mạng lưới phân phối xuống các tỉnh thành miền Trung và miền Nam.** Tính đến thời điểm hiện tại, số nhà thuốc ký hợp đồng nhập sản phẩm của DHT đã tăng lên khoảng 10.000 nhà thuốc, so với con số 6.273 nhà thuốc năm 2018. Chúng tôi kỳ vọng DHT sẽ nâng cao tỷ trọng doanh thu của mảng tự sản xuất thuốc có biên lợi nhuận gộp cao.
- **DHT có tình hình tài chính lành mạnh**, doanh thu cùng LNST tăng trưởng ổn định qua các năm, với tốc độ tăng trưởng CAGR về LNST giai đoạn 2014 - 2018 năm đứng thứ 2 trong toàn ngành (~28%), cùng với khả năng chi trả nợ vay bằng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO) ngày càng cải thiện.
- **Duy trì chính sách trả cổ tức bằng tiền mặt trên 2.000đ/cp qua các năm.**
- **Với mức EPS 2019 dự phóng đạt 5.092 đồng/cp**, DHT đang được giao dịch ở mức 36.300đ/cp, tương ứng P/E forward 7,1x, khá thấp so với P/E của VN – Index (~15,6x), và P/E trung bình của các công ty dược nội địa (~12,0x).

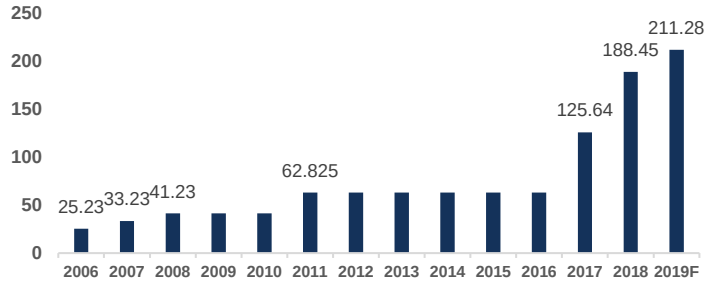
RỦI RO ĐẦU TƯ

- **DHT sẽ gặp nhiều thách thức nếu thông qua dự thảo chính sách mới của Bộ Y Tế quy định đến năm 2021, các nhà máy sản xuất dược phẩm cần đạt tiêu chuẩn EU – GMP**. Dự án nhà máy mới theo tiêu chuẩn EU – GMP tại khu công nghệ cao Hòa Lạc (Hà Nội) của DHT đang bị chậm tiến độ do gặp khó khăn trong khâu thủ tục và đang tiếp tục tìm kiếm đối tác chiến lược cùng hợp tác.
- **Cạnh tranh trên kênh OTC là kênh tiêu thụ sản phẩm chính của DHT đang diễn ra khốc liệt**.
- **Mảng thuốc kháng sinh sẽ gặp nhiều khó khăn khi Chính phủ siết chặt quản lý các loại thuốc này nếu không có kê toa.**
- **Rủi ro về biến động giá nguyên liệu đầu vào** với khoảng 90% nguyên liệu đầu vào phải nhập khẩu.
- **Ban lãnh đạo và người có liên quan sở hữu đến 52% vốn cổ phần và hiện không có đối trọng để kiểm soát.**

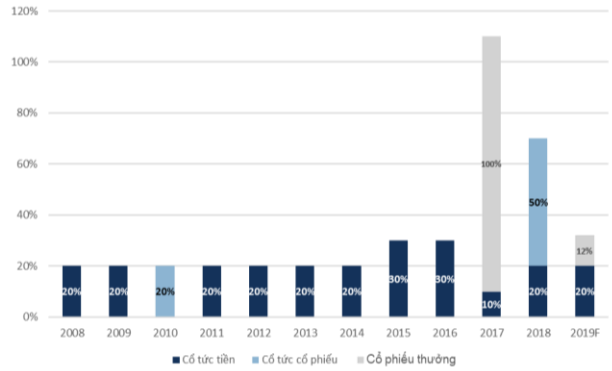
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1. Thông tin chung về doanh nghiệp

Biểu đồ: Vốn điều lệ của DHT (2006 - 2019)



Lịch sử trả cổ tức và chia thưởng của DHT



**Năm 2019, DHT sẽ phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu (tỷ lệ 10%) và phát hành ESOP (tỷ lệ khoảng 2%)*

Nguồn: DHT

Công ty Cổ phần Dược phẩm Hà Tây tiền thân là Xí nghiệp Dược phẩm Hà Tây được thành lập năm 1965.

Niêm yết trên sàn HNX năm 2008, vốn điều lệ của DHT tính đến nay trên 188 tỷ đồng với 1 công ty con và 2 công ty liên kết. Năm 2019, công ty dự kiến sẽ tăng vốn lên trên 211 tỷ đồng.

Nhà máy của DHT đặt tại phường La Khê, quận Hà Đông, Hà Nội với tổng diện tích khoảng 35.000m^2 hiện có 4 phân xưởng sản xuất dược phẩm đạt tiêu chuẩn GMP - WHO, 1 phân xưởng sơ chế và chế biến dược liệu và 1 phân xưởng sản xuất thực phẩm chức năng, phòng thí nghiệm đạt tiêu chuẩn GLP, 2 hệ thống kho thuốc ở Hà Nội và tại chi nhánh Nghệ An theo tiêu chuẩn GSP.

Công ty có 3 mảng hoạt động là: (1) Mảng sản xuất và gia công; (2) Mảng dịch vụ nhập khẩu ủy thác; (3) Mảng thương mại.

Danh mục sản phẩm tự sản xuất của DHT có khoảng 300 sản phẩm, trong đó 90% tổng số lượng sản phẩm là thuốc generic[1],còn lại khoảng 7% là thực phẩm chức năng và một số ít sản phẩm dược mỹ phẩm. Các sản phẩm thuốc của DHT phần lớn là dòng thuốc kháng sinh, bên cạnh đó là thuốc giảm đau hạ sốt, thuốc tác động đến hệ hô hấp, thuốc chống dị ứng, chống viêm, thuốc bổ, thuốc an thần, thuốc nước tra mắt.

Đặc biệt, DHT là công ty duy nhất ở miền Bắc Việt Nam được Bộ Y Tế cấp phép nhập khẩu, sản xuất và bán thuốc cai nghiện ma túy Methadone[2] ở Việt Nam. Các đại diện còn lại ở miền Nam cũng được cấp phép sản xuất và bán thuốc cai nghiện này là Vidiphar, Danaphar, Mekophar và Bidiphar.

THUỐC





THỰC PHẨM CHỨC NĂNG



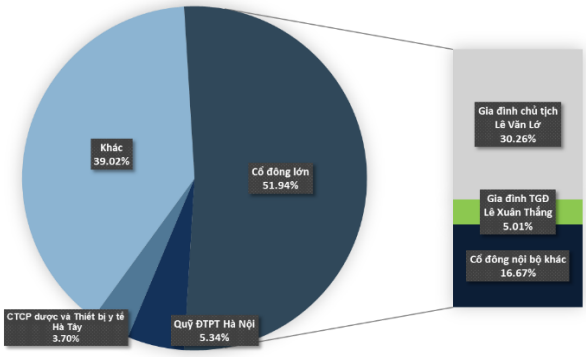
DƯỢC MỸ PHẨM



[1] Thuốc generic: là phiên bản sao chép giá rẻ của các thuốc phát minh sau khi hết hạn bảo hộ bản quyền.

[2] Methadone: là một dạng thuốc phiện (CDTP) tổng hợp. Đây là một dạng điều trị cai nghiện ma túy với cơ chế thay thế dần cảm giác thèm muốn các dạng thuốc phiện mạnh khác như heroin, giúp người nghiện giảm hoặc mất đi cảm giác muốn dùng heroin. Methadone dùng qua đường uống, giá thành rẻ và khi dùng cần có kiểm soát và giám sát của nhân viên y tế.

2. Cơ cấu sở hữu và ban lãnh đạo

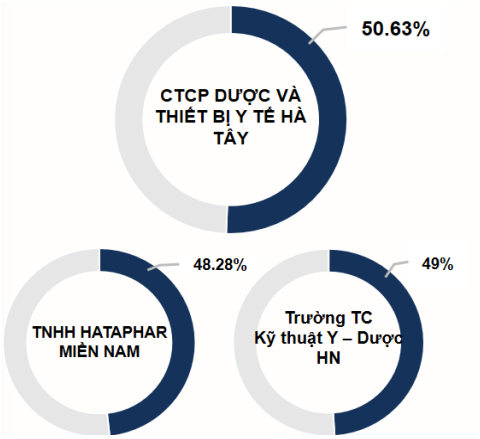


Ban lãnh đạo và người có liên quan sở hữu đến 52% vốn cổ phần và hiện không có đối trọng để kiểm soát.

Ông Lê Văn Lớ là chủ tịch Hội đồng Quản trị kiêm Tổng giám đốc của DHT từ năm 2001 đến tháng 3/2016 trước khi nhường lại vị trí Tổng giám đốc cho ông Lê Xuân Thắng. Ông Lê Văn Lớ đã có hơn 42 năm kinh nghiệm làm việc và điều hành doanh nghiệp, với đường hướng lãnh đạo thận trọng.

Nguồn: DHT

Công ty con và Công ty liên kết

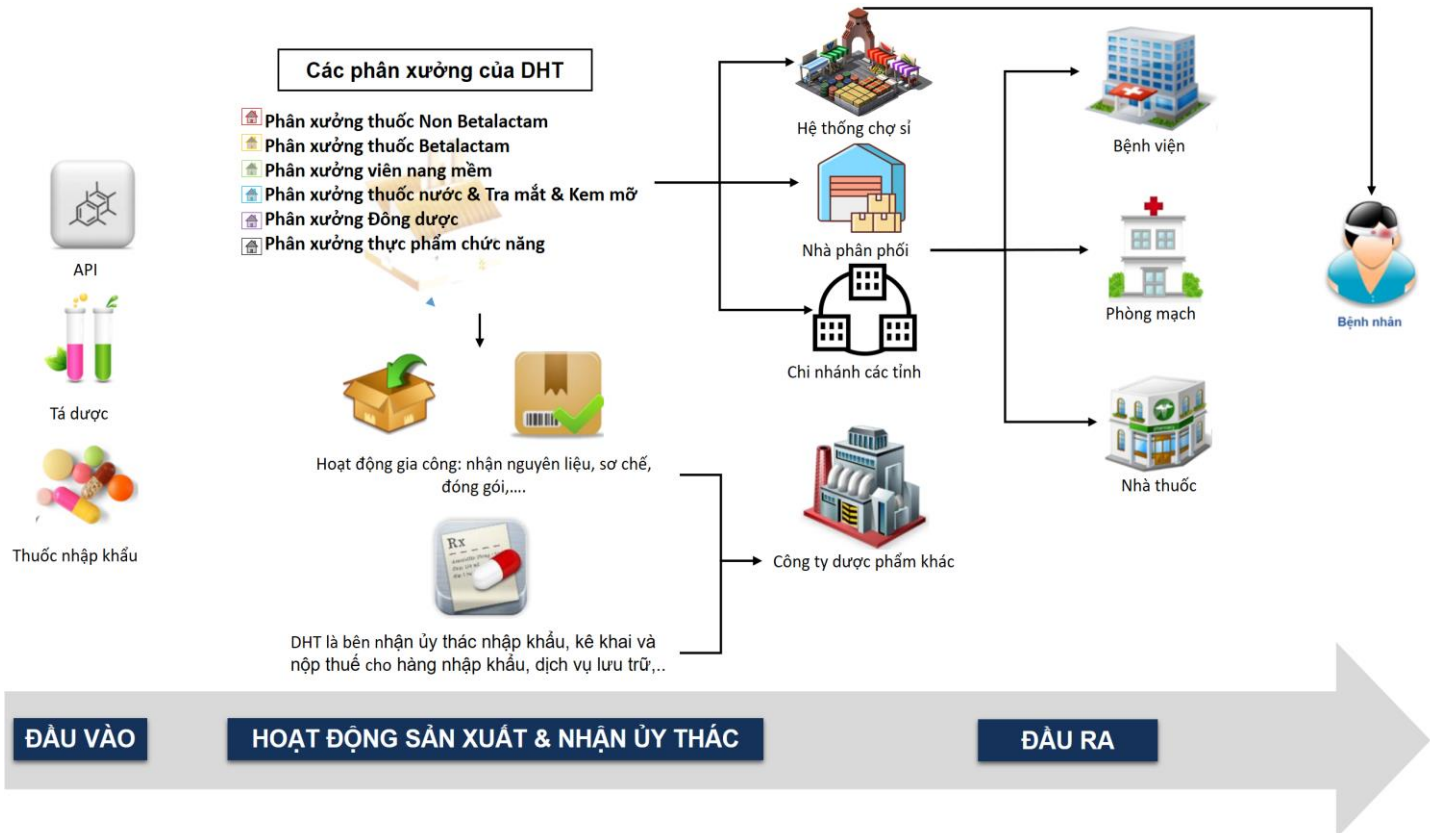


Công ty con của DHT là CTCP Dược và thiết bị y tế Hà Tây hoạt động chính là sản xuất thực phẩm chức năng và kinh doanh thiết bị y tế. Vốn góp ban đầu của DHT vào công ty con là 23,1 tỷ đồng.

Công ty liên kết của DHT là công ty TNHH Hataphar miền Nam chủ yếu hoạt động phân phối thuốc tại miền Nam cho DHT.

Nguồn: DHT

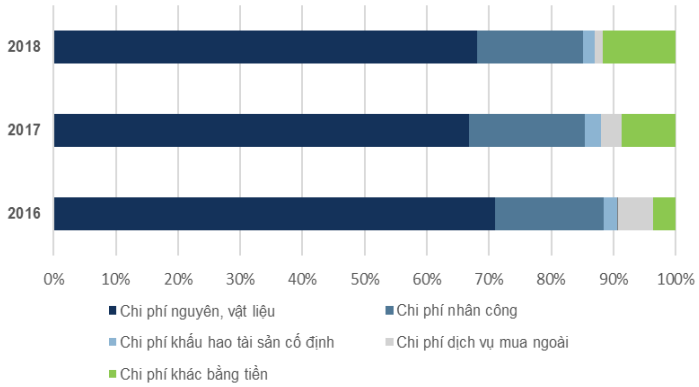
CHUỖI GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP



Nguồn: DHT và FPTS tổng hợp

1. Nguyên liệu dược phẩm và các yếu tố đầu vào

Chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố



Nguồn: DHT

Chi phí nguyên vật liệu của DHT luôn chiếm phần lớn trong cơ cấu chi phí, chiếm gần 70% trên tổng chi phí của DHT. Nguyên liệu sản xuất thuốc tân dược chủ yếu là các hoạt chất dược phẩm chính _ Active Ingredients Pharmaceutical Ingredients (viết tắt là API), còn lại là các tá dược và dược phẩm trung gian (không có tác dụng chữa bệnh nhưng đóng vai trò rất quan trọng trong việc phát huy hiệu quả của API). Các sản phẩm thuốc là hỗn hợp của sự pha trộn giữa API với các tá dược để tạo ra các loại thuốc với nhiều dạng bào chế khác nhau.

Ngoài ra, chi phí nhân công chiếm tỷ trọng tương đối ở mức 17% - 19% giá vốn hàng bán, chi phí khấu hao và các chi phí khác chiếm tỷ trọng nhỏ và ổn định qua các năm.

Hoạt chất dược phẩm (API) của DHT phần lớn được nhập khẩu từ Trung Quốc, Ấn Độ theo tiêu chuẩn của Dược điển Việt Nam.

Một số nguyên liệu API của DHT và xuất xứ của các nguyên liệu

STT	Loại thuốc	Tên thuốc	Tên nguyên liệu API	Nhà cung cấp API	Nước sản xuất API	Tiêu chuẩn
1	Kháng sinh	AUKAMOX 625mg	Amoxicilin Trihydrat 500mg	DSM Anti-Infectives India Limited	Ấn Độ	DĐVN IV
2			Kali clavulanate 125mg	Euro Asian Chemicals Private Ltd		
3		GLOFAP	Cefpodoxim Proxetil 100mg	Parabolic Drugs Ltd	Trung Quốc	DĐVN IV
4		ERABRU	Cefuroxim Acetil 500mg	Covalent Laboratories Private Limited	Ấn Độ	DĐVN IV
5		Amoxicillin 500mg	Amoxicilin Trihydrat	DSM	Tây Ban Nha	DĐVN IV
6	Thuốc bổ	Vitamin B6	Pyridoxin hydrochlorid	Jiangxitianxin pharmaceutical Co.Ltd	Trung Quốc	DĐVN IV
7		Vitamin C	Vitamin C	Hebei Welcom pharmaceutical Co.,Ltd	Trung Quốc	DĐVN IV
8	Hô hấp	HACOLD	Paracetamol 325mg	Hebei Jiheng Group Pharmaceutical Co., Ltd	Trung Quốc	DĐVN IV
9			Clorpheniramin maleat 2mg	Supriya lifescience Co.Ltd	Ấn Độ	DĐVN IV

Nguồn: DHT, FPTS tự tổng hợp

Nguồn nhập khẩu các hoạt chất dược phẩm của DHT đều đến từ các nước xuất khẩu API mạnh trên thế giới, đa dạng về chất lượng và giá bán; trong đó có nhiều nhà cung cấp có tên tuổi trên thế giới như DSM sinochem của Trung Quốc, Northeast Pharmaceutical, Heibei Jiheng, Shandong Xinhua, DSM của Tây Ban Nha,… **Điều này giúp cho nguồn cung ứng đầu vào API của DHT duy trì ổn định và không bị phụ thuộc vào một số ít nhà cung cấp.**

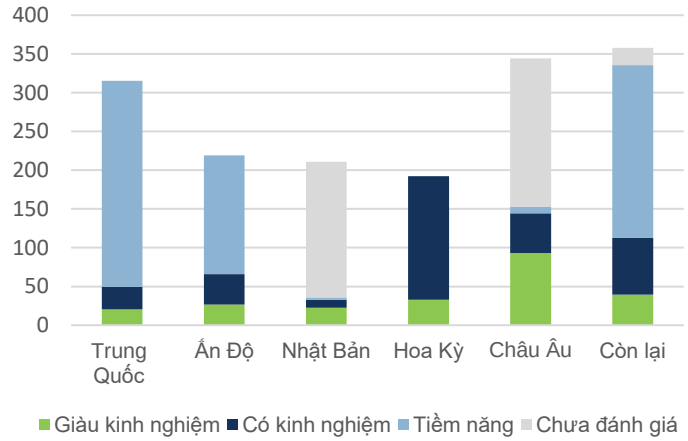
❖ **Đánh giá tổng quan về thị trường sản xuất và kinh doanh API**

Tổng quan thị trường sản xuất và kinh doanh API toàn cầu đã đạt mức 162 tỷ USD vào năm 2017[3], ước tính đạt 182,2 tỷ USD năm 2019 và dự báo sẽ tăng lên mức 258 tỷ USD năm 2026, tương ứng với mức tăng trưởng bình quân 5,4% mỗi năm trong suốt giai đoạn 2018 – 2026.

[3] Nguồn: Transparency Market Research Analysis, 2018

Về mặt địa lý, các nhà sản xuất API phân tán rải rác trên thế giới. Khi phân loại các nhóm nhà sản xuất API ở mỗi khu vực này, Tây Âu và Hoa Kỳ là hai khu vực hội tụ nhiều công ty sản xuất API có kinh nghiệm và uy tín nhất trên thế giới. Tuy nhiên, việc sản xuất API đang có xu hướng dịch chuyển dần sang các nước khu vực châu Á (chủ yếu là Trung Quốc và Ấn Độ) khi số lượng các công ty tiềm năng đang ngày càng gia tăng ở hai quốc gia này. **Chúng tôi nhận thấy nhiều khả năng Trung Quốc, Ấn Độ sẽ sớm dẫn đầu cả về sản lượng và doanh thu trong hoạt động sản xuất API và sẽ có những ảnh hưởng đáng kể đến nguồn cung và giá cả của API.**

Phân loại các nhóm nhà sản xuất thuốc API theo địa lý 2017

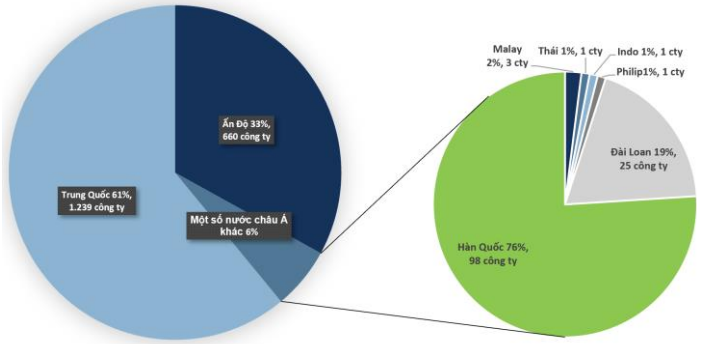


Nguồn: Newport Premium, Clarivate Analytics

Trong đó:

- *Giàu kinh nghiệm: bao gồm các công ty có kinh nghiệm dẫn đầu trong khu vực*
- *Đã có kinh nghiệm: bao gồm các công ty đã thành công trong khu vực*
- *Tiềm năng: bao gồm các công ty có tiềm năng phát triển trong tương lai trong khu vực*
- *Chưa đánh giá: bao gồm các công ty chưa phân loại vào 3 nhóm trên*

Số lượng các công ty sản xuất API ở khu vực châu Á năm 2018



Nguồn: Thomson Reuters Newport Premium

Trong khi đó, Trung Quốc tiếp tục là thị trường xuất khẩu API chính vào Việt Nam. Theo tổng cục Hải quan Việt Nam, nguyên liệu dược phẩm có xuất xứ từ quốc gia này chiếm tới 64% tổng kim ngạch, đạt 189,8 triệu USD, tăng 24,85% so với cùng kỳ 2017. Thị trường có kim ngạch nhập khẩu nhiều đứng thứ hai là Ấn Độ, chiếm 17,1% tỷ trọng đạt 51 triệu USD, giảm 10,97% so với cùng kỳ.

❖ **Đánh giá về biến động giá cả của API**

Giá cả các hoạt chất dược phẩm API của Trung Quốc xuất khẩu đang có xu hướng tăng trong ngắn hạn do ảnh hưởng của việc cải cách các quy định nhằm nâng cao chất lượng trong hoạt động sản xuất API của nước này. Cụ thể, tháng 6/2017, Trung Quốc được thừa nhận là một thành viên chính thức của ICH[4]. Tháng 3/2018, Trung Quốc cũng tập trung tổ chức lại hoạt động của Cục quản lý Thực phẩm và Thuốc (Chinese Food and Drug Administration_CFDA), cơ quan quản lý việc sản xuất thuốc và nguyên liệu dược phẩm trong nước, nhằm kết hợp quản lý hoạt động sản xuất kinh doanh thuốc và chất lượng sản xuất thuốc. Ngoài ra, ngành công nghiệp API ở Trung Quốc cũng đang cho thấy sự thay đổi. Trong năm 2015, dữ liệu của Chính Phủ Trung Quốc cho thấy có khoảng 7.000 đến 9.000 nhà sản xuất thuốc và API tại Trung Quốc. Năm 2018, ước tính cho thấy chỉ còn khoảng 4.500 nhà sản xuất ở nước này do hoạt động M&A và đóng cửa hoạt động.

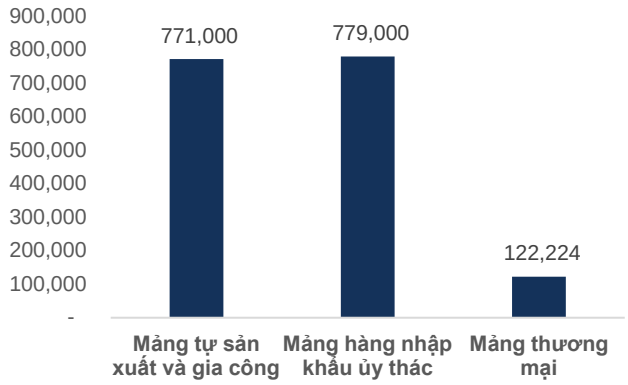
Tuy nhiên, nhiều khả năng trong dài hạn xu hướng giá sẽ giảm bởi việc thay thế các cơ sở sản xuất yếu kém bằng các cơ sở mới, hiện đại hơn, quy mô lớn hơn và đáp ứng các tiêu chuẩn quốc tế.

[4] ICH: là viết tắt của từ International Conference on Harmonization, là Hội nghị quốc tế về hài hòa hóa các thủ tục đăng ký dược phẩm sử dụng cho con người.

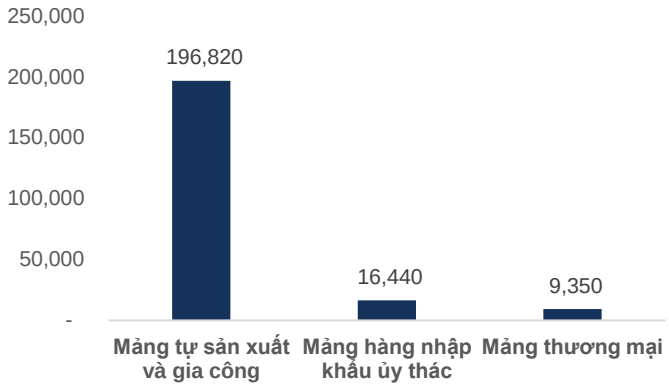
2. Hoạt động sản xuất và nhận ủy thác

Doanh thu, lợi nhuận gộp của từng mảng kinh doanh

Doanh thu từng mảng kinh doanh năm 2018 (triệu đồng)



Lợi nhuận gộp từng mảng kinh doanh năm 2018 (triệu đồng)



Hoạt động kinh doanh của DHT gồm có hai mảng chính: mảng hàng tự sản xuất và gia công chiếm tỷ trọng 46,3% doanh thu và mảng hoạt động nhập khẩu ủy thác chiếm 46,4% doanh thu. Ngoài ra, công ty còn có một số hoạt động thương mại khác như kinh doanh nguyên liệu tỷ trọng 2,5% doanh thu và hàng thương mại thuốc chiếm 4,8% doanh thu.

2.1. Hoạt động tự sản xuất và gia công– *mảng kinh doanh mang lại biên lợi nhuận gộp cao nhất*

Theo thống kê của FPTS, các phân xưởng sản xuất thuốc của DHT đều chưa hoạt động hết công suất. Do đó, giai đoạn 5 năm trở lại đây công ty không phát sinh chi phí đầu tư lớn nào cho tài sản cố định, trung bình mỗi năm chỉ đầu tư khoảng 15 – 20 tỷ đồng để bảo dưỡng và nâng cấp máy móc thiết bị.

Công ty dự kiến sẽ đẩy mạnh hoạt động tự sản xuất sau khi hoàn thành xong việc mở rộng mạng lưới phân phối ra khắp các tỉnh miền Trung và miền Nam trong năm 2019. Ban lãnh đạo DHT đặt kế hoạch doanh thu của hoạt động tự sản xuất và gia công sẽ đạt khoảng 1.000 tỷ đồng trong năm 2020. Chúng tôi dự phóng các phân xưởng của DHT sẽ gần đạt 100% công suất đến năm 2023.

Bảng: Dự phóng năng lực sản xuất của các phân xưởng ở DHT

Phân xưởng sản xuất		Đơn vị	Năng lực sản xuất	% Hoạt động 2018	% Hoạt động 2019F	% Hoạt động 2020F	% Hoạt động 2021F	% Hoạt động 2022F	% Hoạt động 2023F
Thuốc non Betalactam	Thuốc viên	viên/năm	3,520,000,000	70%	80%	90%	92%	95%	98%
	Cốm, bột	gói/năm	115,000,000						
Kháng sinh	Thuốc kháng sinh Betalactam	sản phẩm /năm	100,000,000	70%	80%	90%	92%	95%	98%
	Thuốc kháng sinh Cephalosporin	sản phẩm /năm	200,000,000						
Viên nang mềm	Viên nang mềm	viên/năm	200,000,000	55%	60%	65%	70%	75%	80%
Thuốc nước & Tra mắt & Kem mỡ	Thuốc nhỏ mắt	lọ/năm	6,000,000	80%	85%	90%	92%	95%	98%
	Thuốc kem mỡ	kg/năm	30,000						
	Thuốc nước Siro	lit/năm	300,000						

Nguồn: FPTS tổng hợp và dự phóng

❖ **Hoạt động tự sản xuất**

Biên lợi nhuận gộp mảng tự sản xuất của DHT khoảng 27%, thấp hơn so với biên lợi nhuận gộp trung bình của các công ty sản xuất dược phẩm vào khoảng 40%. Điều này một phần đến từ việc DHT duy trì chính sách giá thấp hơn trên thị trường để có thể cạnh tranh với các đối thủ mạnh về thương hiệu và chất lượng sản xuất cao hơn.

STT	Tên hoạt chất	Đơn vị	Đơn giá (đ)	Tên thuốc	Doanh nghiệp sản xuất
1	Amoxicilin trihydrat	Viên	1.816	Lupimox 500 mg	Công ty cổ phần xuất nhập khẩu y tế Domesco
2			1.260	Amoxicilin 500mg	Cty CP Dược phẩm Bidiphar 1
3			**1.200**	**Amoxicilin**	**Công ty cổ phần dược phẩm Hà Tây.**
4	Terpin hydrat 100mg; Codein 15mg	Viên nén bao phim	2.301	Terpine Gonnon	Famar Lyon
5			1.500	Terpin-Codein	Công ty cổ phần hoá-dược phẩm Mekophar
6			**1.100**	**Terpincold**	**Công ty cổ phần dược phẩm Hà Tây**
7	Cefdinir 125 mg	Viên nén phân tán	7.980	Haginir DT 125	Công ty TNHH MTV Dược phẩm DHG
8			**6.900**	**Golzynir**	**Công ty cổ phần dược phẩm Hà Tây**

Nguồn: Cục quản lý Dược, Bộ Y Tế

Thuốc kháng sinh là mặt hàng chính của DHT, chiếm khoảng 60% doanh thu mảng tự sản xuất. Một số chế phẩm kháng sinh được Bộ Y tế công nhận là thuốc tương đương sinh học[5] có giá bán ngang với sản phẩm tương tự của DMC, IMP như Cefuroxim[6], Gliclaride [7],…. Kế đến là các sản phẩm thực phẩm chức năng, chiếm khoảng 7% doanh thu mảng tự sản xuất. Các dòng thuốc khác như thuốc giảm đau hạ sốt, thuốc tim mạch, thuốc ho và thuốc cảm, mỗi dòng đều chiếm khoảng 5 - 6% doanh thu. Khi so sánh với các dòng thuốc chữa trị các bệnh nhẹ với cùng hàm lượng hoạt chất tương đương, các sản phẩm thuốc của DHT không có sự nổi trội về thương hiệu và có giá bán thấp. DHT định vị vào phân khúc khách hàng có mức thu nhập thấp ở các vùng ven đô thị và nông thôn, nơi người dân vẫn còn duy trì thói quen mua thuốc theo chỉ dẫn của người bán thuốc.

Mảng thuốc kháng sinh sẽ gặp nhiều khó khăn khi Chính phủ siết chặt quản lý các loại thuốc kháng sinh không kê toa. Trong Quyết định số 4041/QĐ-BYT về đề án Tăng cường kiểm soát thuốc kê đơn và bán thuốc kê đơn giai đoạn 2018-2020, đến năm 2020, Việt Nam phải đạt tỉ lệ 100% thuốc kháng sinh bán tại các nhà thuốc, quầy thuốc phải có đơn thuốc. Điều này sẽ khiến cho hoạt động kinh doanh của mảng này sẽ gặp không ít khó khăn trong thời gian tới nếu DHT không có những thay đổi để cải tiến chất lượng sản phẩm và đẩy mạnh tiêu thụ thuốc kháng sinh qua kênh ETC.

❖ **Hoạt động gia công**

Việc áp dụng thông tư 9/2016/TT – BYT về đấu thầu tập trung quốc gia đã tạo ra môi trường thuận lợi cho các nhà thầu thuốc giá rẻ đấu thầu vào nhóm số 3 (WHO-GMP) trong gói thầu thuốc Generic. Các năm trở lại đây, DHT đã nhận gia công cho các doanh nghiệp sản xuất dược phẩm quy mô lớn, chủ yếu là các sản phẩm thuốc đấu thầu phân khúc thuốc giá rẻ. Hoạt động gia công ở DHT thường sẽ thực hiện gia công một, một số hoặc toàn bộ công đoạn của quá trình sản xuất thuốc như nhận nguyên liệu, công đoạn chế biến, đóng gói sản phẩm….
Trong ngắn hạn, DHT vẫn sẽ tiếp tục duy trì mảng này khi công suất các phân xưởng vẫn còn dư thừa, tuy nhiên tỷ trọng doanh thu của mảng gia công sẽ giảm dần để đẩy mạnh hoạt động tự sản xuất.

[5] Tương đương sinh học: loại thuốc generic cùng dạng bào chế (dạng thuốc) với thuốc biệt dược gốc (thuốc phát minh), chứa cùng lượng dược chất, sử dụng trong cùng điều kiện có sinh khả dụng, nghĩa là có tốc độ hấp thu và mức độ hấp thu vào máu giống nhau.
[6] Được công nhận là thuốc có chứng minh tương đương sinh học trong đợt 8: Quyết định số 828/QĐ-BYT ngày 11/03/2014
[7] Được công nhận là thuốc có chứng minh tương đương sinh học trong đợt 4: Quyết định số 896/QĐ-BYT ngày 21/03/2013

2.2. Hoạt động dịch vụ nhập khẩu ủy thác – *mang lại doanh thu chính nhưng biên lợi nhuận gộp thấp*

DHT bắt đầu triển khai dịch vụ Xuất- Nhập khẩu (XNK) từ năm 1997, bao gồm các dịch vụ: nhập thuốc thành phẩm, nguyên liệu, dược liệu cho công ty dược phẩm trong nước sản xuất và phân phối, xuất khẩu hàng hóa sang các nước như Myanmar, Campuchia. DHT là đơn vị trung gian có tư cách pháp nhân sẽ thay mặt khách hàng thực hiện ký kết, xuất hóa đơn, thanh toán ngoại thương, thực hiện các thủ tục xuất nhập khẩu cũng như hỗ trợ cho thuê kho bãi, hỗ trợ tài chính bằng hình thức cho vay tính lãi với khách hàng.

Mặc dù doanh thu hàng năm của mảng nhập khẩu ủy thác là rất lớn, tuy nhiên, DHT chỉ được thu mức phí từ 1.5% - 2% giá trị của lô hàng nhận ủy thác. Do đó, lợi nhuận thu về là rất nhỏ so với quy mô doanh thu.

3. Hoạt động đầu ra: Kênh tiêu thụ thuốc chính là OTC; đẩy mạnh việc mở rộng phân phối đến các tỉnh miền Trung và Nam.

❖ **Tiêu thụ thuốc chính trên kênh OTC (chiếm khoảng 95% doanh thu)**

DHT phân phối thuốc trên kênh OTC qua 3 con đường: (1) bán buôn thuốc sản xuất qua hệ thống chợ sỉ thuốc (nơi tiêu thụ, mua bán các loại dược phẩm trong và ngoài nước); (2) các doanh nghiệp chuyên phân phối dược phẩm; (3) trực tiếp đến chi nhánh và các quầy thuốc bán lẻ của DHT.

DHT gần như chiếm lĩnh hoạt động phân phối xuống từng tuyến huyện, khu vực nông thôn ở tỉnh Hà Tây cũ khi có khoảng 15 chi nhánh bán buôn kết hợp quầy thuốc bán lẻ. Thêm vào đó, công ty có 2 chi nhánh nữa ở miền bắc là chi nhánh ở Nghệ An và chi nhánh ở Thái Bình. Mỗi chi nhánh bán buôn này có doanh thu vào khoảng 1 tỷ đồng/ tháng. Doanh thu của hoạt động bán lẻ tại mỗi điểm này rơi vào khoảng 300 triệu đồng, tại trụ sở chính có thể lên đến 1 - 2 tỷ đồng/ tháng. Công ty dự kiến sẽ mở thêm chi nhánh tại Hồ Chí Minh trong năm 2019.

Ban lãnh đạo DHT chia sẻ, địa bàn ở các vùng đồng bằng và nông thôn vẫn sẽ là thị trường chính của DHT trong ngắn hạn do sản phẩm của DHT có mức giá thấp và chất lượng tương đương ở phân khúc các dòng thuốc chữa các bệnh nhẹ như đau đầu, ho, cảm cúm, sốt, dị ứng, chống viêm….. cũng như thói quen mua thuốc của người dân thường theo tư vấn của dược sĩ thay vì qua khám ở bệnh viện, phòng khám.

Công ty đề ra kế hoạch đến quý II/2019 sẽ phát triển và xây dựng xong hệ thống kênh phân phối bán lẻ tại 32 tỉnh phía Nam như: địa bàn thành phố HCM, miền Tây Nam Bộ, miền Đông, Tây Nguyên,…. Để mở rộng quy mô thị trường, chiến lược của DHT là sắp xếp và tổ chức lại hoạt động bán hàng, phát triển hệ thống trình dược viên[4] với việc tại mỗi chi nhánh sẽ có giám đốc phụ trách từng chi nhánh, quản lý trình dược viên và các trình dược viên. Các trình dược viên sẽ có nhiệm vụ chăm sóc các đại lý/nhà thuốc/quầy thuốc được bàn giao, triển khai các chương trình khuyến mại tới các đại lý/nhà thuốc/quầy thuốc, khai thác và mở rộng mạng lưới khách hàng là các điểm bán lẻ. Số lượng nhà thuốc tư nhân có trình dược viên của DHT đến chào hàng đã tăng lên 10.639 nhà thuốc trên tổng số khoảng 13.368 nhà thuốc tư nhân trên các địa bàn; trong đó đã có 6.273 nhà thuốc ký hợp đồng nhập hàng trong năm 2018, tăng gấp đôi so với năm 2017 chủ yếu đến từ việc phát triển thị trường miền Trung và một số tỉnh miền Nam.

❖ **Tiêu thụ thuốc trên kênh ETC**

Doanh thu trong mảng đấu thầu thuốc vào bệnh viện của DHT chỉ chiếm khoảng 4% tổng doanh thu. Hiện tại, DHT tập trung đấu thầu vào nhóm 3 của gói thầu thuốc Generic, với sản phẩm chủ yếu là các loại thuốc kháng sinh (để hiểu hơn về các gói thầu nhóm thuốc generic, chi tiết xem ở phần phụ lục).

Nếu dự thảo thay thế cho thông tư 11/2016/TT – BYT về quy định việc đấu thầu thuốc tại các cơ sở y tế công lập được thông qua, các công ty muốn đầu thầu vào gói thầu số 3 của nhóm thuốc generic phải đạt yêu cầu về thuốc có nghiên cứu tương đương sinh học. Để tiếp tục duy trì doanh thu mảng này trên kênh đấu thầu thuốc, DHT đã tiếp tục phối hợp với Viện Công nghiệp Dược – Trường Đại học Dược Hà Nội, Viện kiểm nghiệm thuốc Trung ương,.. để nghiên cứu các thuốc đánh giá tương đương sinh học cho các hoạt chất như: Azithromycin, Pantoprazol, Clarithromycin,…

[4] Trình dược viên: những người môi giới thuốc (kinh doanh thuốc), (đối với trường hợp DHT là được đào tạo tại công ty) họ sẽ đến các hiệu thuốc, nhà thuốc và bác sĩ để giới thiệu về các loại thuốc mới. Bên cạnh đó trình dược viên sẽ hướng dẫn cho bác sĩ, dược sĩ tác dụng và cách sử dụng của những loại thuốc mới có mặt trên thị trường

Giá trị trúng thầu thuốc của DHT giai đoạn năm 2017 – 2018

(đơn vị: tỷ đồng)

Năm	Giá trị hàng thương mại trúng thầu	Giá trị hàng tự sản xuất trúng thầu	GT trúng thầu DHT/Tổng GT trúng thầu các công ty dược nội địa
Nhóm 1	6,28	0	1,24%
Nhóm 2	4,46	0,13	0,16%
Nhóm 3	9,76	57,86	0,35%
Nhóm 4	0	0,35	0,01%
Nhóm 5	0,2	0,37	0,1%
Tổng	**20,7**	**58,71**	**0,3%**

Nguồn: FPTS tổng hợp

Điểm nhấn trong hoạt động đấu thầu thuốc là việc từ năm 2015, DHT trở thành đại diện duy nhất tại khu vực phía Bắc được Bộ Y tế cấp phép nhập khẩu, sản xuất và bán thuốc cai nghiện ma túy Methadone ở Việt Nam. Trong khi đó, Vidiphar, Danaphar, Mekophar và Bidiphar là các đại diện sản xuất kinh doanh mặt hàng này lần lượt tại các khu vực miền Trung và miền Nam Việt Nam để thay thế cho thuốc nhập khẩu.

Năm 2015, DHT trúng thầu tại trung tâm phòng chống HIV-AIDS với doanh số đạt gần 20 tỷ (tưởng đương 30.000 lít) và 16 tỷ (tương đương 30.000 lít) năm 2016. Năm 2018, Dược Hà Tây tiếp tục trúng thầu thuốc Methadone 10mg tại Trung Tâm phòng chống HIV/AIDS TP Hồ Chí Minh với lượng cung cấp là 28.470 lít, giá trị vào khoảng 15 tỷ đồng.

Dù đóng góp vào doanh thu chưa lớn nhưng triển vọng tăng trưởng đến từ việc kinh doanh loại thuốc chuyên dụng này là rất tiềm năng bởi việc số người nghiện ma túy tại Việt Nam vẫn tiếp tục tăng. Theo Cục Phòng chống HIV/AIDS (Bộ Y tế), tính đến cuối năm 2017 có khoảng 220 nghìn người nghiện ma tuý có hồ sơ quản lý, nhưng thực tế số người nghiện ma tuý lớn hơn rất nhiều, tăng khoảng 11 nghìn người so với năm 2016. Hiện 63 tỉnh, thành trên cả nước đã triển khai Chương trình Methadone; số cơ sở điều trị Methadone tăng từ 23 cơ sở (13 tỉnh) lên 30 cơ sở (17 tỉnh); số lượng học viên tham gia điều trị tăng từ hơn 2,700 người lên 3,300 người.

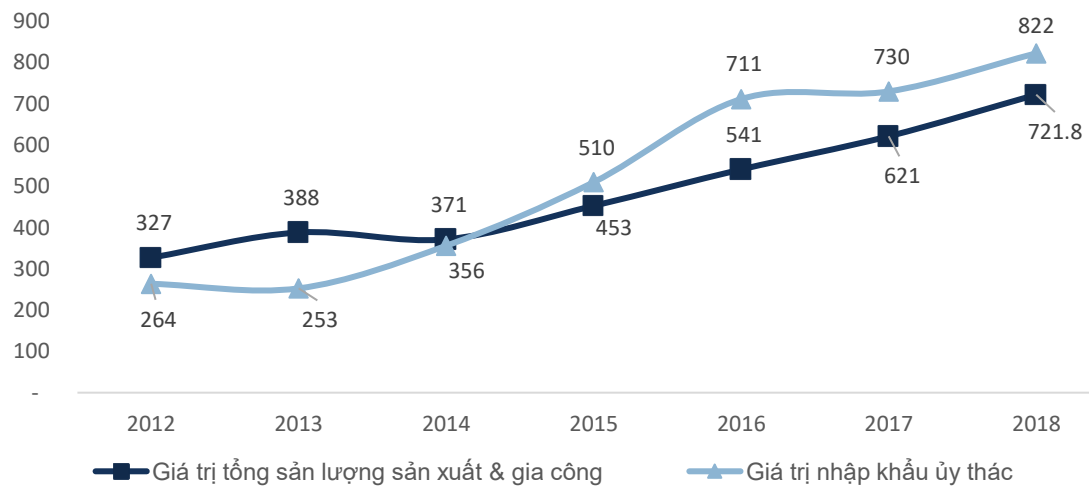
PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

❖ Đánh giá về hoạt động kinh doanh của DHT

Năm 2018 là một năm khó khăn cho toàn ngành dược Việt Nam bởi nhiều thay đổi về chính sách trong quản lý của Bộ Y Tế cùng ảnh hưởng của sự tăng giá các nguyên liệu đầu vào; song DHT vẫn cho thấy sự tăng trưởng cả về doanh thu và lợi nhuận sau thuế trong khi một số công ty dược phẩm lớn như DHG, TRA có mức tăng trưởng âm về doanh thu. Doanh thu thuần 2018 của DHT đạt khoảng 1.705 tỷ đồng, tương đương mức tăng trưởng 15% so với năm 2017. Giai đoạn 2014-2018, tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) về doanh thu đạt 20,1%, ở mức rất cao so với các công ty niêm yết trong ngành, chỉ xếp sau CAGR về doanh thu của DP3 (~26%). Sự tăng trưởng về doanh thu của DHT phần lớn đến từ đóng góp của mảng dịch vụ nhập khẩu ủy thác.

Giá trị tổng sản lượng sản xuất & gia công và dịch vụ nhập khẩu ủy thác 2012 – 2018

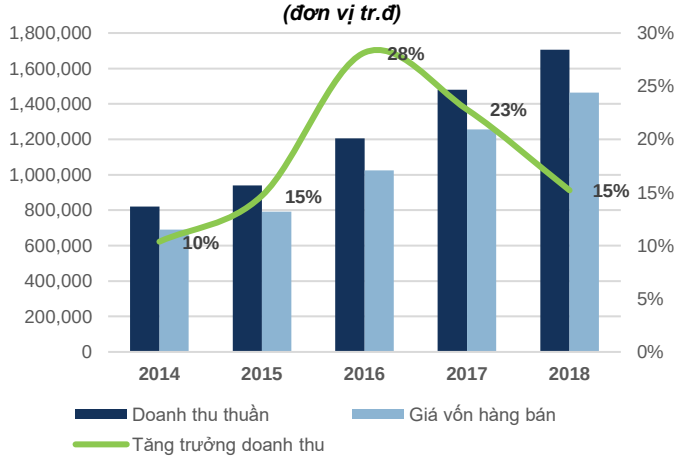
Đơn vị: tỷ đồng



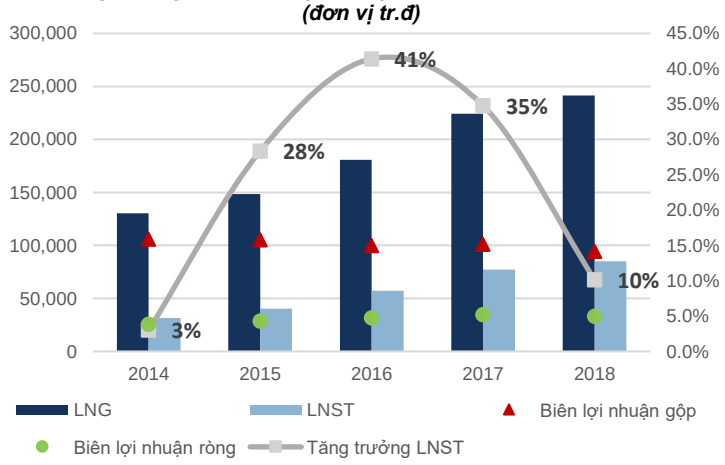
Nguồn: DHT

Lợi nhuận sau thuế 2018 đạt khoảng 85 tỷ đồng, tương đương mức tăng trưởng 10,1% so với năm 2017. Giai đoạn 2014-2018, tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) của lợi nhuận sau thuế (LNST) cũng ở mức rất cao khi đạt 28%, xếp sau CAGR về LNST của DP3 (~62%).

Doanh thu DHT 2014 - 2018
(đơn vị tr.đ)



Lợi nhuận và biên lợi nhuận của DHT 2014 - 2018
(đơn vị tr.đ)

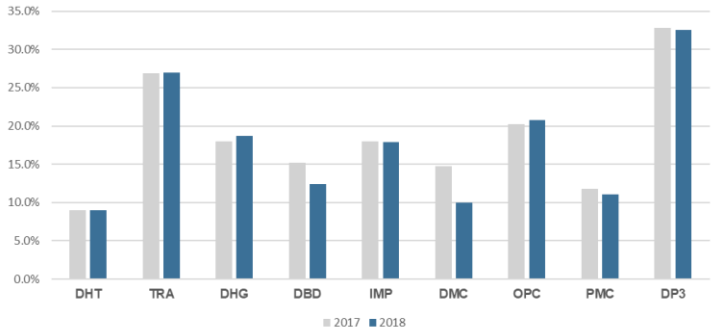


❖ Đánh giá về hiệu quả trong quản lý chi phí

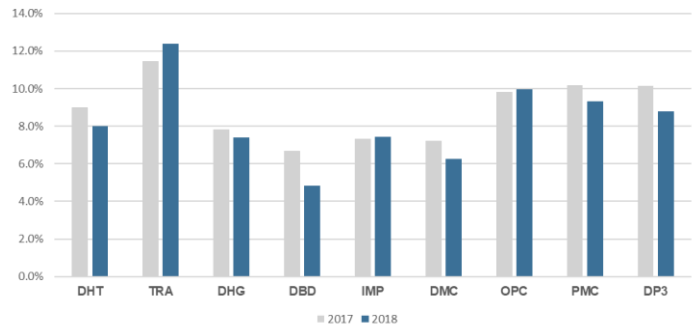
- Năm 2018, mức tăng của giá vốn hàng bán là khoảng 16,6% so với năm 2017, cao hơn mức tăng của doanh thu. Nguyên nhân chính đến từ giá các nguyên liệu đầu vào (API) liên tục tăng ở hầu hết các ngành hàng do biến động về nguồn cung tại Trung Quốc như API làm thuốc Cefuroxim tăng 50%, một số khác tăng 10 -20% như Amoxicilin, Cephalexin,…

- DHT đạt hiệu quả trong quản lý chi phí bán hàng: So sánh với nhóm các công ty sản xuất, DHT cho thấy tỷ trọng chi phí bán hàng trên doanh thu (đã loại trừ doanh thu mảng dịch vụ nhập khẩu ủy thác) ở mức thấp nhất trong 2 năm gần đây. Nguyên nhân là do các doanh nghiệp sản xuất lớn thường tốn nhiều chi phí duy trì và phát triển hệ thống hệ thống mạng lưới phân phối, các chương trình truyền thông quảng cáo trên kênh OTC và ETC trong nhiều năm. Trong khi đó, các năm gần đây, DHT vẫn tập trung chính trong phạm vi địa phương và các vùng lân cận, chưa có sự đầu tư lớn trong hoạt động quảng cáo và bán hàng.

CP bán hàng/DT hoạt động sản xuất của DHT và các công ty nhóm sản xuất 2017 - 2018

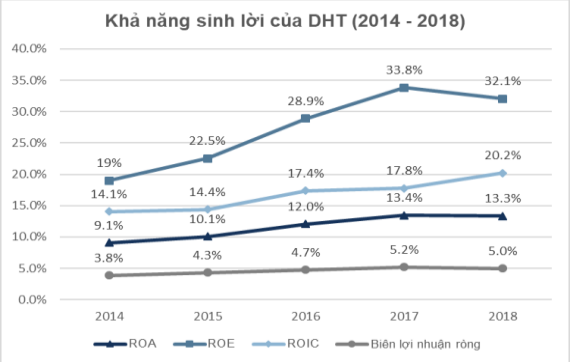


CP QLDN/DT hoạt động sản xuất của DHT và các công ty nhóm sản xuất 2017 - 2018



❖ **Đánh giá về khả năng sinh lời và khả năng chi trả lãi vay :** Khả năng sinh lời cải thiện dần qua các năm một phần nhờ kiểm soát hiệu quả chi phí bán hàng, chi phí tài chính giúp cải thiện biên lợi nhuận sau thuế.

Khả năng sinh lời của DHT (2014 - 2018)



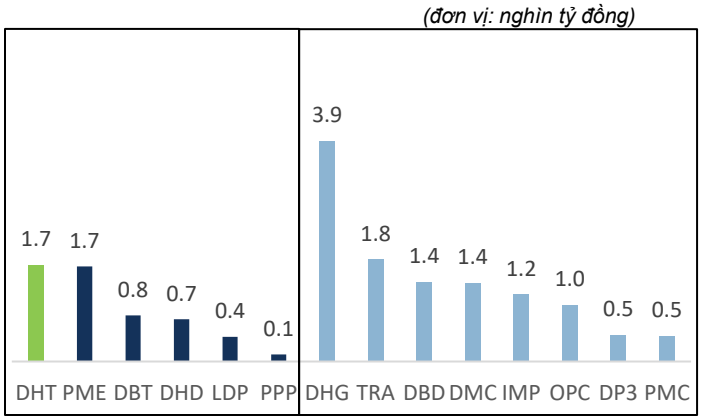
Khả năng thanh toán và cơ cấu vốn của DHT

Chỉ tiêu	2015	2016	2017	2018
Khả năng trả nợ vay	7.3	9.0	10.0	9.2
Khả năng trả nợ ngắn hạn bằng CFO	-0.29	0.67	0.04	1.06
Nợ vay trên VCSH	0.80	0.83	0.90	0.71
Đòn bẩy tài chính	2.25	2.54	2.50	2.32

❖ **Quy mô doanh thu và tổng tài sản của DHT so với các doanh nghiệp trong ngành năm 2018**

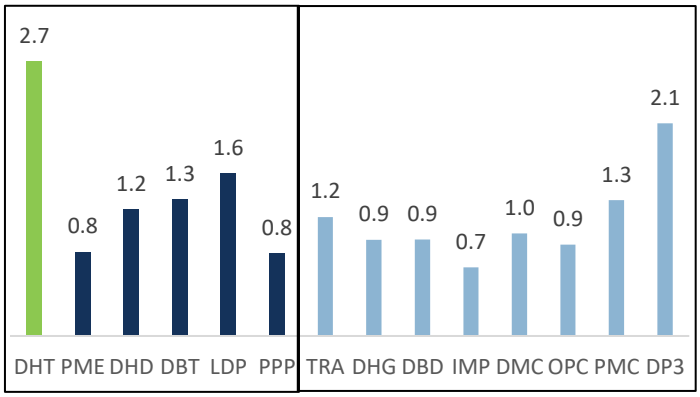
DOANH THU 2018

(đơn vị: nghìn tỷ đồng)



Nhóm DN sx & phân phối **Nhóm DN sản xuất**

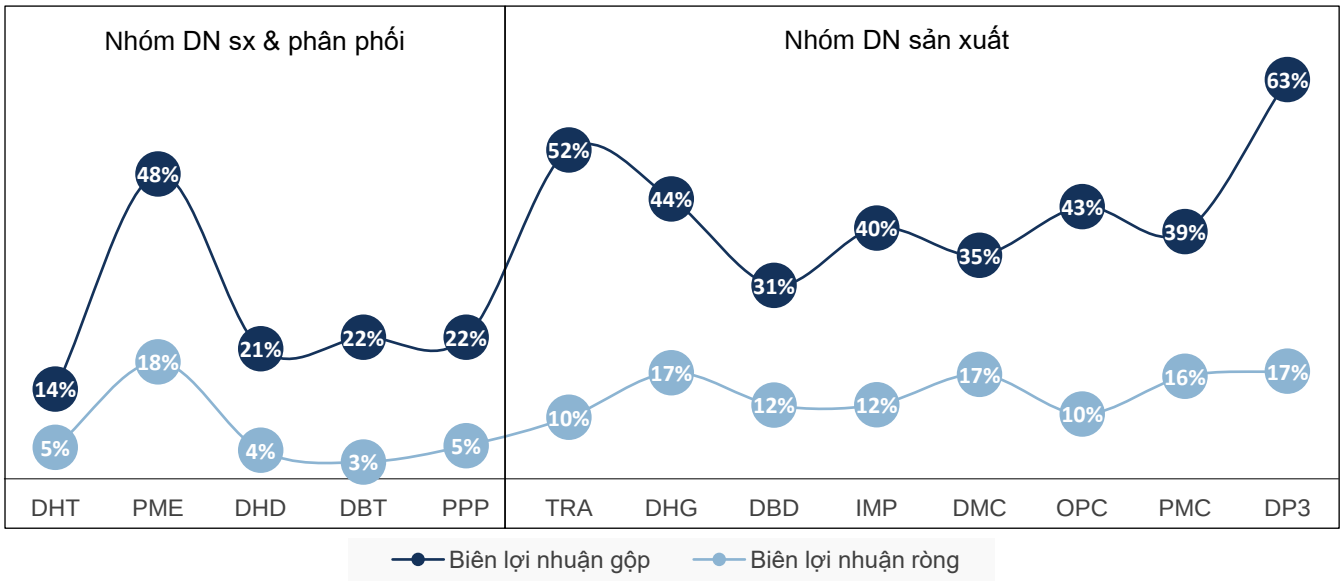
HIỆU QUẢ SỬ DỤNG TỔNG TÀI SẢN 2018



Nhóm DN sx & phân phối **Nhóm DN sản xuất**

Nguồn: FPTS tổng hợp

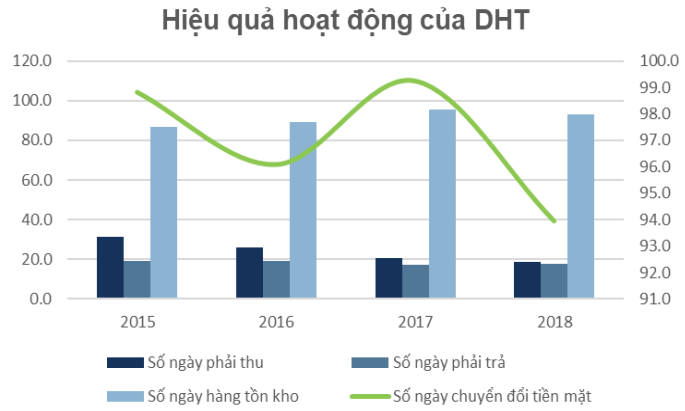
Biên lợi nhuận của DHT và các doanh nghiệp trong ngành năm 2018

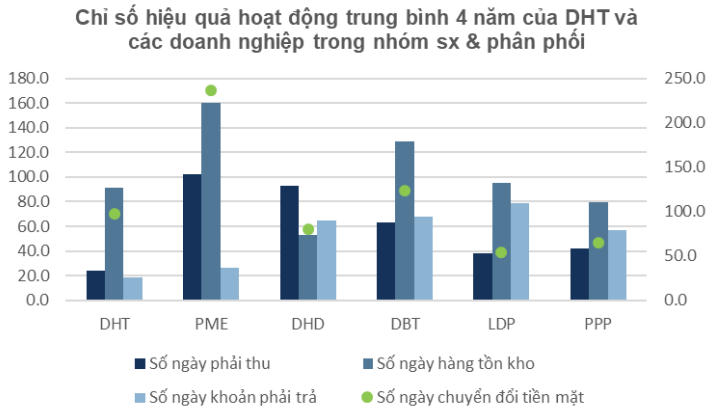


Nguồn: FPTS tổng hợp

DHT nằm trong TOP 10 công ty có doanh thu trên 1.000 tỷ đồng (bao gồm cả VMD và DDN chưa đề cập trong biểu đồ so sánh quy mô về doanh thu) nhờ có đến gần 50% tổng doanh thu đến từ hoạt động dịch vụ nhập khẩu ủy thác. Về hiệu quả sử dụng tổng tài sản, DHT đạt mức cao nhất ngành do quy mô tổng tài sản thấp với tài sản ngắn hạn chiếm phần lớn (khoảng 89% tổng tài sản) và không đầu tư nhiều vào tài sản cố định.

Biên lợi nhuận gộp của DHT chỉ khoảng 14 – 16% do tỷ trọng doanh thu hàng nhập khẩu ủy thác có biên lợi nhuận gộp thấp (~2%) vẫn duy trì ở mức cao qua các năm. Trong khi đó, biên lợi nhuận gộp trung bình của nhóm doanh nghiệp vừa sản xuất vừa phân phối vào khoảng 10 – 20%. Nhóm doanh nghiệp sản xuất có biên lợi nhuận gộp cao hơn hẳn, trung bình vào khoảng 40%.





Số ngày phải thu và số ngày lưu hàng tồn kho được cải thiện đáng kể cho thấy công ty đã quản lý công nợ và quản lý tồn kho khá hiệu quả, bằng việc dự trù nguyên liệu theo quý dựa trên tình hình kinh doanh thực tế, nguyên liệu luôn được dự trù đủ cho kế hoạch sản xuất. Bên cạnh đó, DHT cũng kinh doanh nguyên liệu API cũng giúp làm tối thiểu hóa chi phí lưu kho.

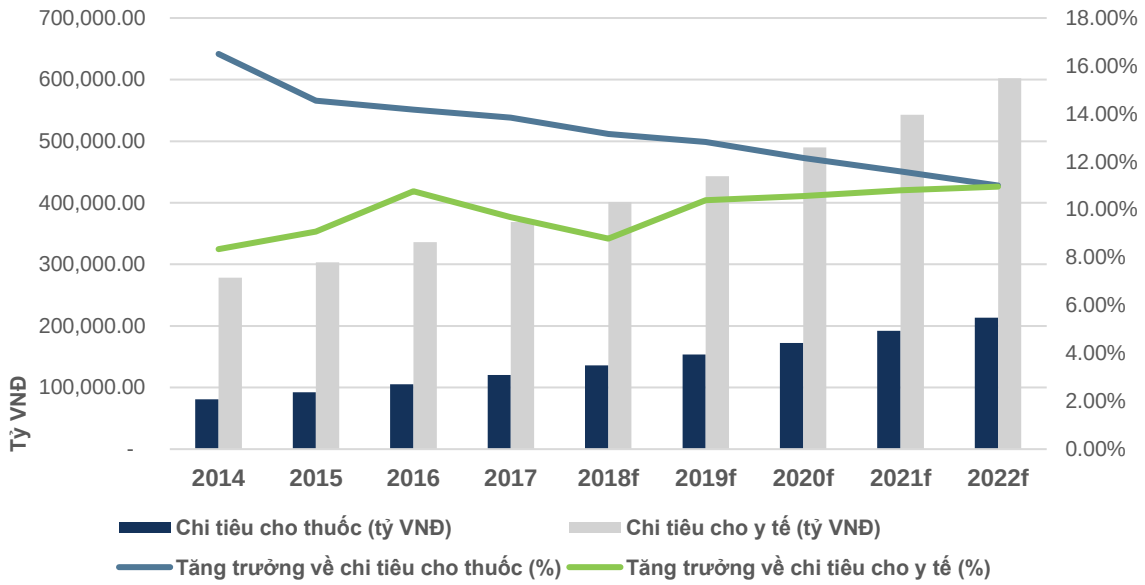
Khả năng chiếm dụng vốn thấp nhất so với trung bình ngành do quy mô mạng lưới phân phối của DHT chưa đủ lớn để có thể được hưởng chính sách gia hạn công nợ. Hầu hết tài sản của DHT tập trung chủ yếu vào các khoản phải thu và hàng tồn kho và một lượng tiền lớn phục vụ cho nhu cầu phân phối thương mại hàng hóa, phù hợp với chiến lược kinh doanh của doanh nghiệp.

TRIỂN VỌNG KINH DOANH

1. Triển vọng lạc quan cho ngành dược phẩm ở Việt Nam

Theo BMI Research ước tính doanh thu ngành dược phẩm tại Việt Nam năm 2017 đạt 120 nghìn tỷ đồng (5,3 tỷ USD), tăng 13,2%yoy; năm 2018 ước tính 5,9 tỷ USD, tăng 11,7%. Dự đoán con số này sẽ tăng lên 213 nghìn tỷ đồng (8,9 tỷ USD) vào năm 2022 và 341 nghìn tỷ đồng (13,6 tỷ USD) vào năm 2027 với mức CAGR giai đoạn 2017 – 2027 là 11,0%. Dược phẩm sẽ tiếp tục chiếm một phần lớn chi phí chăm sóc sức khỏe tổng thể (khoảng một phần ba), và khoảng 2,4% GDP của đất nước. Nhu cầu về thuốc và điều trị y tế ngày càng tăng sẽ được hỗ trợ bởi việc mở rộng Chương trình Bảo hiểm Y tế Xã hội, việc tăng thu nhập trung bình của tầng lớp trung lưu và cải thiện việc cung cấp dịch vụ chăm sóc sức khỏe.

Chi tiêu cho thuốc và y tế của ngành dược phẩm giai đoạn 2014 – 2022



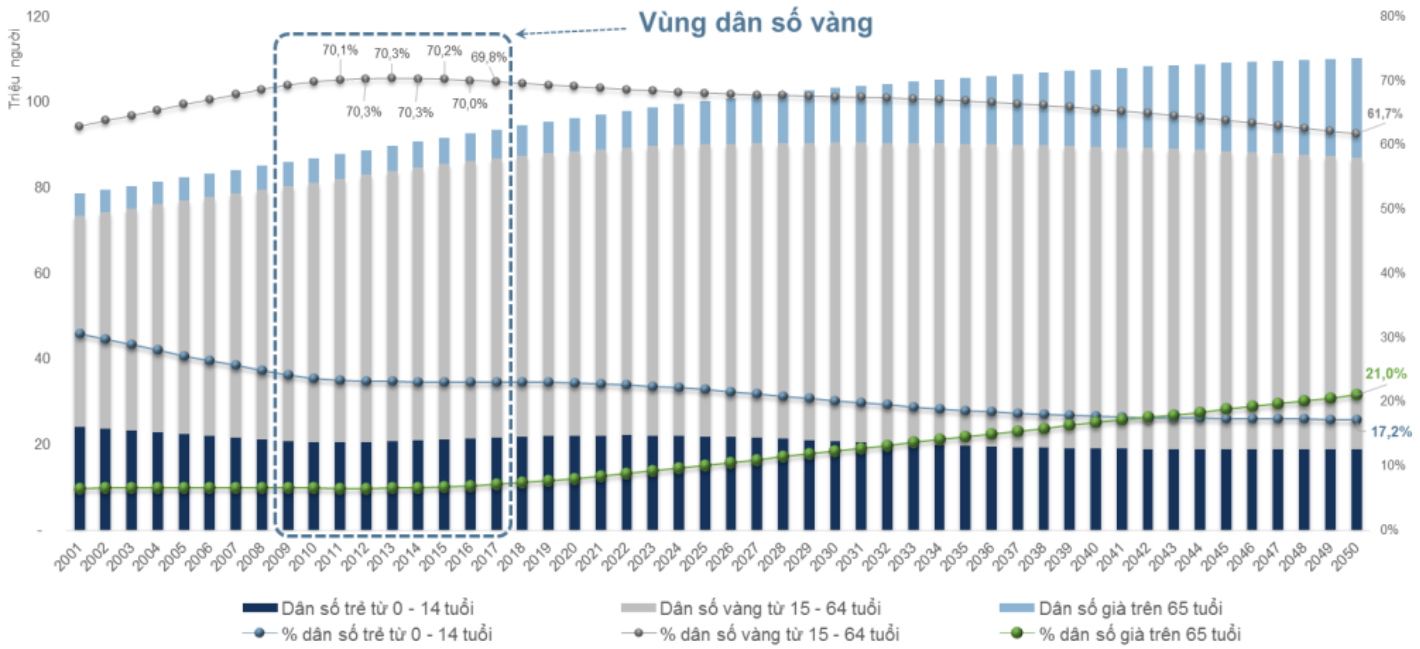
Nguồn: BMI Research

Năm 2018, BMI Research đánh giá Việt Nam nằm trong top 10 thị trường dược phẩm hấp dẫn nhất trong khu vực Châu Á Thái Bình Dương. Việt Nam chỉ xếp sau các thị trường lớn như Nhật Bản, Úc, Hàn Quốc và Trung Quốc, xếp trên các thị trường nhỏ hơn nhưng phát triển hơn như New Zealand. Trong đó, Việt Nam được đánh giá là một nước có sự tăng trưởng mạnh mẽ nhất trong số các nước được so sánh.

Tuy nhiên, mức tiêu thụ thuốc bình quân đầu người ở Việt Nam sẽ vẫn ở mức thấp, ước tính vào khoảng 170USD năm 2017 và dự báo sẽ đạt khoảng 400USD vào năm 2027, BMI Research đánh giá thang điểm chỉ tiêu này chỉ ở mức 31,2 điểm trên tổng số 100 điểm. Trong khi đó, mật độ dân số ở vùng nông thôn còn ở mức cao, tốc độ tăng trưởng dân số nhanh và mức độ già hóa dân số chỉ ở mức trung bình so với các nước so sánh.

Đặc biệt, cơ cấu dân số Việt Nam hiện đang ở thời kỳ "cơ cấu dân số vàng". Liên Hợp Quốc định nghĩa đó là thời kỳ mà tỷ trọng số trẻ em dưới 15 tuổi ở mức dưới 30% và tỷ trọng số người già từ 65 tuổi trở lên cũng ở mức dưới 15% trong tổng dân số. Theo khái niệm nói trên, nghiên cứu của World Bank cho biết thời kì dân số vàng ở Việt Nam sẽ kết thúc vào năm 2040 bởi nhóm dân số trên 65 tuổi chiếm trên 15%. Điều này đồng nghĩa với việc chi tiêu cho y tế nói chung và dược phẩm nói riêng của nhóm dân số già tại Việt Nam sẽ liên tục tăng trong dài hạn.

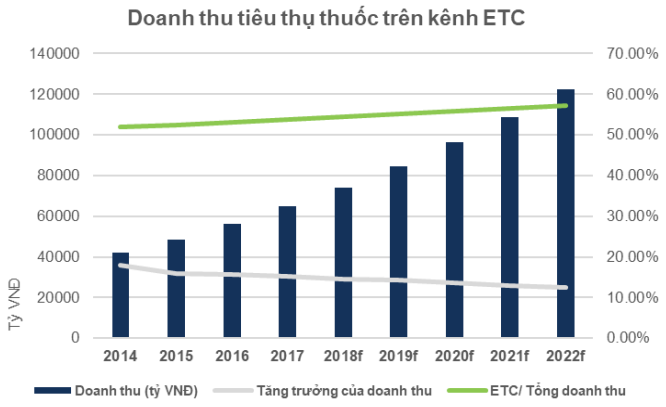
Cấu trúc dân số Việt Nam giai đoạn 2001 - 2050

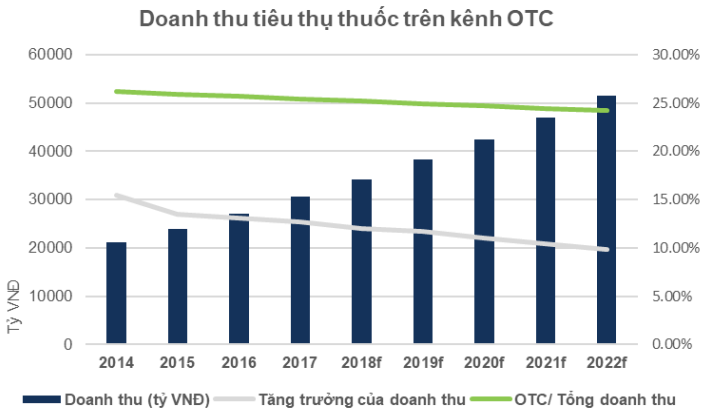


Nguồn: FPTS, World Bank

2. Tiêu thụ thuốc qua kênh OTC dần bị thu hẹp

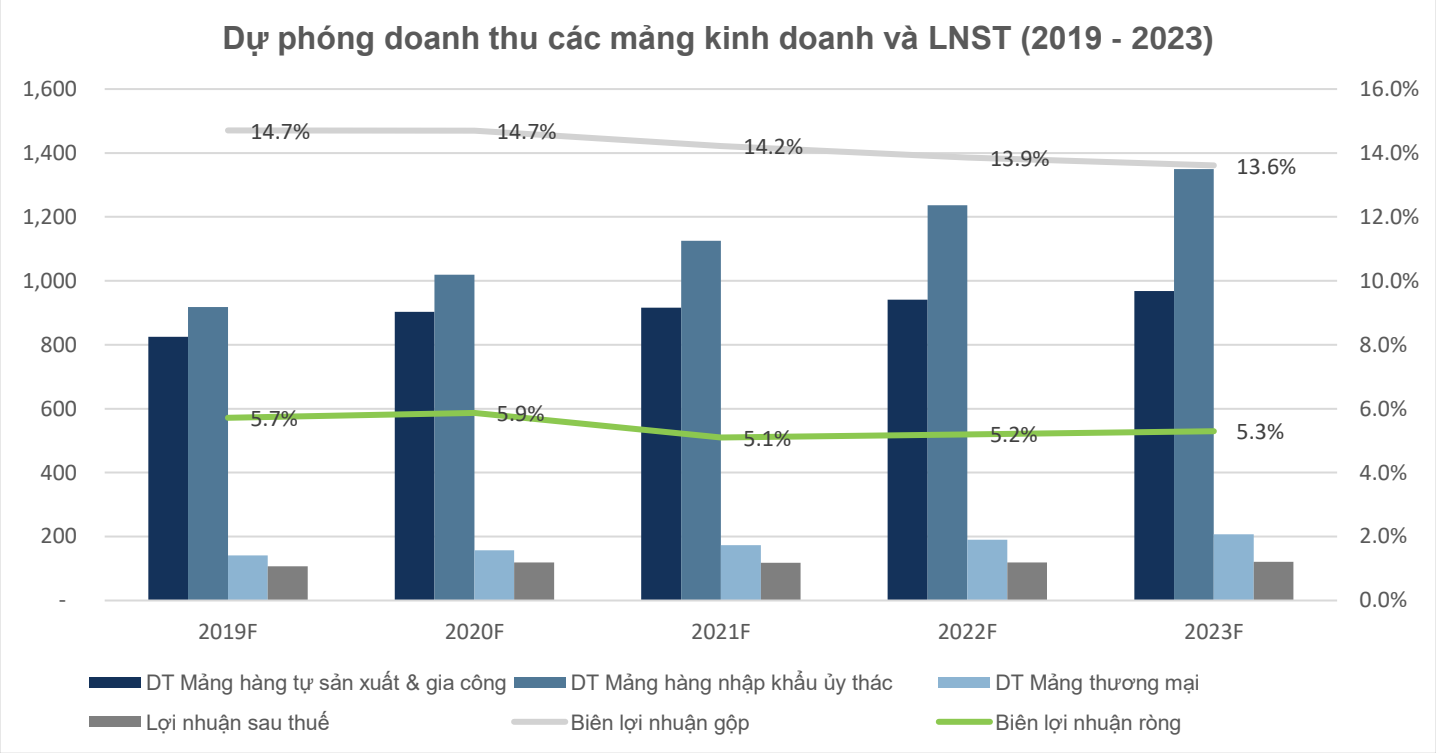
Theo BMI Research dự phóng, tiêu thụ thuốc qua kênh OTC sẽ tiếp tục tăng trưởng với CAGR trong 4 năm tới tăng 7,7% nhưng tỷ trọng trong tổng tiêu thụ ngành Dược giảm từ 25,4% năm 2017 xuống còn 24,2% đến năm 2022. Trong khi đó, tốc độ tăng trưởng của thị trường kênh ETC mảng thuốc generic tăng trưởng mạnh hơn với CAGR trong 4 năm tới tăng 9,6% và sẽ chiếm 57,3% thị trường dược phẩm đến năm 2022. Phần còn lại là các loại thuốc biệt dược gốc (thuốc phát minh) chủ yếu được nhập khẩu từ nước ngoài do Việt Nam chưa sản xuất được, chiếm khoảng 18,5% trong tổng chi tiêu thuốc.





DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH CỦA DHT

Với những phân tích trên, chúng tôi dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh của DHT trong giai đoạn 2019 - 2023:



- Chúng tôi dự phóng DHT sẽ có CAGR về doanh thu và LNST giai đoạn 2019 – 2023 lần lượt là 8% và 3%, với biên lợi nhuận gộp trung bình vào khoảng 14,2% và biên lợi nhuận ròng vào khoảng 5,4%.
- Cụ thể từng mảng kinh doanh:

- **Mảng tự sản xuất & gia công:** Sau khi hoàn thành việc mở rộng hệ thống phân phối ở các tỉnh thành miền Trung và miền Nam trong năm 2019, DHT sẽ đẩy mạnh hoạt động tự sản xuất và kỳ vọng đến năm 2023 sẽ đạt gần 100% công suất thiết kế ở các phân xưởng. Sản phẩm thuốc kháng sinh và thực phẩm chức năng sẽ được công ty tập trung đẩy mạnh sản xuất và nâng cao chất lượng để tăng khả năng cạnh tranh trên thị trường.

- **Mảng nhập khẩu ủy thác:** tiếp tục duy trì mảng này do DHT có một số khách hàng lâu năm (chiếm khoảng 70% doanh thu của mảng này) cùng hệ thống kho bãi và mối quan hệ tốt với các công ty dược phẩm nước ngoài.

- **Mảng thương mại:** Là một mảng hoạt động phụ trợ khác của DHT nhưng đạt kết quả khả quan, vì vậy DHT sẽ tiếp tục duy trì trong tương lai, tốc độ tăng trưởng của mảng này dựa trên nhu cầu của thị trường tiêu thụ trên kênh OTC.

- Giá vốn dự phóng chiếm tỷ trọng trung bình khoảng 86% doanh thu trong giai đoạn 2019 – 2023 do nguyên liệu đầu vào vẫn tiếp tục có xu hướng tăng trong thời gian 2 – 3 năm tới.

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi định giá DHT sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp và dòng tiền tự do chủ sở hữu. Giá trị cổ phiếu DHT theo phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF có mức bình quân là **43.968VNĐ/cp**, cao hơn 21% so với mức giá đóng cửa ngày 18/04/2019. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho mục tiêu trung hạn.

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Chiếu khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp	43.140	50%
2	Chiết khấu dòng tiền tự do chủ sở hữu	44.797	50%
	Bình quân giá các phương pháp (VNĐ/cp)	**43.968**	**100%**

Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2019	10,48%	Phần bù rủi ro	10%
Chi phí sử dụng nợ 2019 (Kd)	5,84%	Hệ số Beta 2019	0,6
CP sử dụng vốn 2019	14,33%	CAGR LNST 2019-2023	3%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	5,18%	Tăng trưởng dài hạn	2%
		Thời gian dự phóng	5 năm

Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VNĐ)	355.345
(+) Tiền mặt tại công ty (triệu VNĐ)	2.312.
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)	195.332
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	**844.183**
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	18,8
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	**44.797**
Tổng hợp định giá FCFE	**Giá trị**
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	**314.396**
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	**43.140**

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH (đơn vị: tỷ đồng)

HĐKD	2018	2019F	2020F	2021F
Doanh thu thuần	1,705	1,884	2,079	2,215
- Giá vốn hàng bán	1,464	1,607	1,771	1,894
Lợi nhuận gộp	241	277	308	320
- Chi phí bán hàng	82	79	89	97
- Chi phí quản lí DN	71	68	76	83
- Lợi nhuận khác	9	9	9	9
Lợi nhuận thuần HĐKD	88	130	144	140
- (Lỗ)/lãi HĐTC	7	11	12	13
EBITDA	118	164	181	180
- Chi phí lãi vay	13	12	12	11
Lợi nhuận trước thuế	106	132	147	145
- Thuế TNDN	21	26	29	29
LNST	85	107	119	118
EPS (đ)	4,303	5,092	5,578	5,514

Chỉ số khả năng sinh lợi	2018	2019F	2020F	2021F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	14%	15%	15%	14%
Tỷ suất LNST	5%	6%	6%	5%
ROE DuPont	31%	33%	31%	27%
ROA DuPont	13%	14%	14%	13%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	6%	8%	8%	7%
LNST/LNTT	77%	77%	77%	77%
LNTT / EBIT	101%	88%	89%	89%
Vòng quay tổng tài sản	268%	268%	262%	258%
Đòn bẩy tài chính	240%	227%	217%	208%

Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2018	2019F	2020F	2021F
CS thanh toán hiện hành	1.58	1.66	1.76	1.82
CS thanh toán nhanh	0.55	0.68	0.70	0.74
CS thanh toán tiền mặt	0.13	0.33	0.33	0.35
Nợ / Tài sản	0.31	0.27	0.23	0.21
Nợ / Vốn CSH	0.78	0.66	0.54	0.49
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0.78	0.66	0.54	0.48
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0.00	0.00	0.00	0.00
Khả năng TT lãi vay	8.15	12.73	13.30	14.31

CĐKT	2018	2019F	2020F	2021F
Tài sản				
+ Tiền và tương đương tiền	46	139	139	157
+ Các khoản phải thu	150	145	157	174
+ Hàng tồn kho	370	410	454	488
+ Tài sản ngắn hạn khác	1	1	1	1
Tổng tài sản ngắn hạn	567	696	751	821
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	257	272	292	312
+ Khấu hao lũy kế	(194)	(208)	(225)	(242)
+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	64	64	67	70
+ Đầu tư tài chính dài hạn	6	-	-	-
+ Tài sản dài hạn khác	3	3	3	3
Tổng tài sản dài hạn	72	69	70	73
Tổng tài sản	639	765	821	894
Nợ & Vốn chủ sở hữu				
+ Phải trả người bán	93	106	116	126
+ Vay và nợ ngắn hạn	195	206	189	191
+ Nợ ngắn hạn khác	4	11	19	26
Nợ ngắn hạn	0.00	0.00	0.00	0.00
+ Vay và nợ dài hạn	0.21	0.21	0.21	0.21
+ Nợ dài hạn khác	-	-	-	-
Nợ dài hạn	4	5	5	6
Tổng nợ	363	423	431	457
+ Thặng dư	1	1	1	1
+ Vốn điều lệ	188	211	211	211
+ LN chưa phân phối	47	85	127	168
+ Khác				
Vốn chủ sở hữu	250	311	352	393
Tổng cộng nguồn vốn	639	765	821	894

Chỉ số hiệu quả vận hành	2018	2019F	2020F	2021F
Số ngày phải thu	18.7	19.0	19.5	20.0
Số ngày tồn kho	93.3	93.5	94.0	94.5
Số ngày phải trả	20.7	20.5	20.4	20.7
Thời gian luân chuyển tiền	91.3	92.0	93.1	93.8
COGS / Hàng tồn kho	4.0	3.9	3.9	3.9

1. Phụ lục 1: Những thuật ngữ trong Ngành Dược

1. Các tiêu chuẩn thực hành sản xuất thuốc tốt (GMP)

1.1. **GMP/WHO:** là tiêu chuẩn đánh giá nhà máy sản xuất thuốc được Cục quản lý dược thuộc Bộ Y tế thẩm định và cấp phép

1.2. **EU – GMP:** là tiêu chuẩn đánh giá nhà máy sản xuất thuốc của cộng đồng chung châu Âu (EU) do cơ quan y tế châu Âu (EMA) thẩm định và cấp giấy chứng nhận

1.3. **PIC/s – GMP:** là tiêu chuẩn đánh giá nhà máy sản xuất thuốc của cơ quan có thẩm quyền các nước tham gia Hệ thống hợp tác về thanh tra dược phẩm (PIC/s) gồm 43 nước thành viên, đứng ra thẩm định và cấp phép

Sự khác biệt cơ bản giữa tiêu chuẩn EU – GMP hoặc PIC/s – GMP so với GMP – WHO

Tiêu chí		EU – GMP hoặc PIC/s - GMP	GMP - WHO
Tiêu chuẩn kỹ thuật	Bảo vệ người tiêu dùng	– Giới hạn tạp chất trong sản phẩm – Nguồn nguyên liệu phải đạt tiêu chuẩn do EDQM - Ủy ban châu Âu về Chất lượng thuốc và chăm sóc Y tế thẩm định, cấp giấy chứng nhận CEP và được công nhận rộng rãi trên toàn thế giới.	Không quy định
	Bảo vệ người công nhân sản xuất	Bộ lọc lấy khí tươi hoàn toàn, hiệu suất lọc cao hơn GMP – WHO (chi phí đầu tư lớn hơn)	Sử dụng khí tuần hoàn
	Bảo vệ môi trường	Khí thải theo tiêu chuẩn EU – GMP cần phải qua 2 cấp lọc	Khí thải chỉ cần qua 1 cấp lọc
	Tính chuẩn tắc và tuân thủ nghiệm ngặt	Tất cả quy trình sản xuất đều phải theo quy chuẩn được quốc tế thừa nhận. Hạn chế can thiệp thủ công	Có thể can thiệp thủ công để chỉnh sửa thông số kỹ thuật trên báo cáo
Chi phí thẩm định và cấp phép (số liệu năm 2015)		- Hội đồng chuyên gia của một quốc gia thuộc nhóm EU - GMP thẩm định: Tối thiểu khoảng 300.000EUR - Cục quản lý dược (Bộ Y tế Việt Nam) thẩm định: giống GMP - WHO	Cục quản lý dược (Bộ Y tế Việt Nam) thẩm định: Khoảng 20 -30 triệu đồng cho mỗi dây chuyền sản xuất
Thời gian thẩm định và cấp phép		Kéo dài khoảng 8 – 11 tháng	Kéo dài 1 – 2 tháng

Tiêu chuẩn EU – GMP còn đòi hỏi những yêu cầu khắt khe khác, chi phí xây dựng tốn kém hơn GMP – WHO, do đó được ưu tiên vào phân khúc cấp cao khi tham gia đấu thầu.

2. Tiêu chuẩn GLP: viết tắt của từ "Good Laboratory Practices", nghĩa là "Thực hành tốt phòng kiểm nghiệm thuốc"; tiêu chuẩn dùng để đánh giá chất lượng của phòng thí nghiệm

3. Tiêu chuẩn GSP: viết tắt của từ "Good Storage Practices", nghĩa là "Thực hành tốt bảo quản thuốc"; tiêu chuẩn dùng để đánh giá chất lượng của việc bảo quản thuốc trong tất cả các giai đoạn sản xuất, bảo quản, tồn trữ, vận chuyển và phân phối thuốc để đảm bảo cho thành phẩm thuốc có chất lượng đã định khi đến tay người tiêu dùng.

4. Kênh OTC: viết tắt của từ Over – the – counter, là kênh bán lẻ thuốc, các loại thuốc này không cần có chỉ định và kê toa của bác sĩ. Kênh OTC bao gồm các chuỗi nhà thuốc, siêu thị thuốc, các quầy thuốc tư nhân,….

5. Kênh ETC: viết tắt của từ Ethical drug (Prescription drug), là kênh đầu thầu thuốc vào các cơ sở y tế như bệnh viện, phòng khám và các sản phẩm thuốc có trong danh mục bảo hiểm y tế,…. Đây là các loại thuốc cần có chỉ định và kê toa của bác sĩ. Một số dòng thuốc điều trị chỉ có ở kênh ETC: thuốc điều trị ung thư, thuốc hỗ trợ cai nghiện ma túy, thuốc tiêm, vac-xin,…

2. Phụ lục 2: Thông tư 11/2016/TT – BYT và dự thảo thông tư thay thế cho thông tư 11/2016/TT – BYT

Các gói thầu nhóm thuốc generic (theo thông tư 11/2016/TT – BYT)

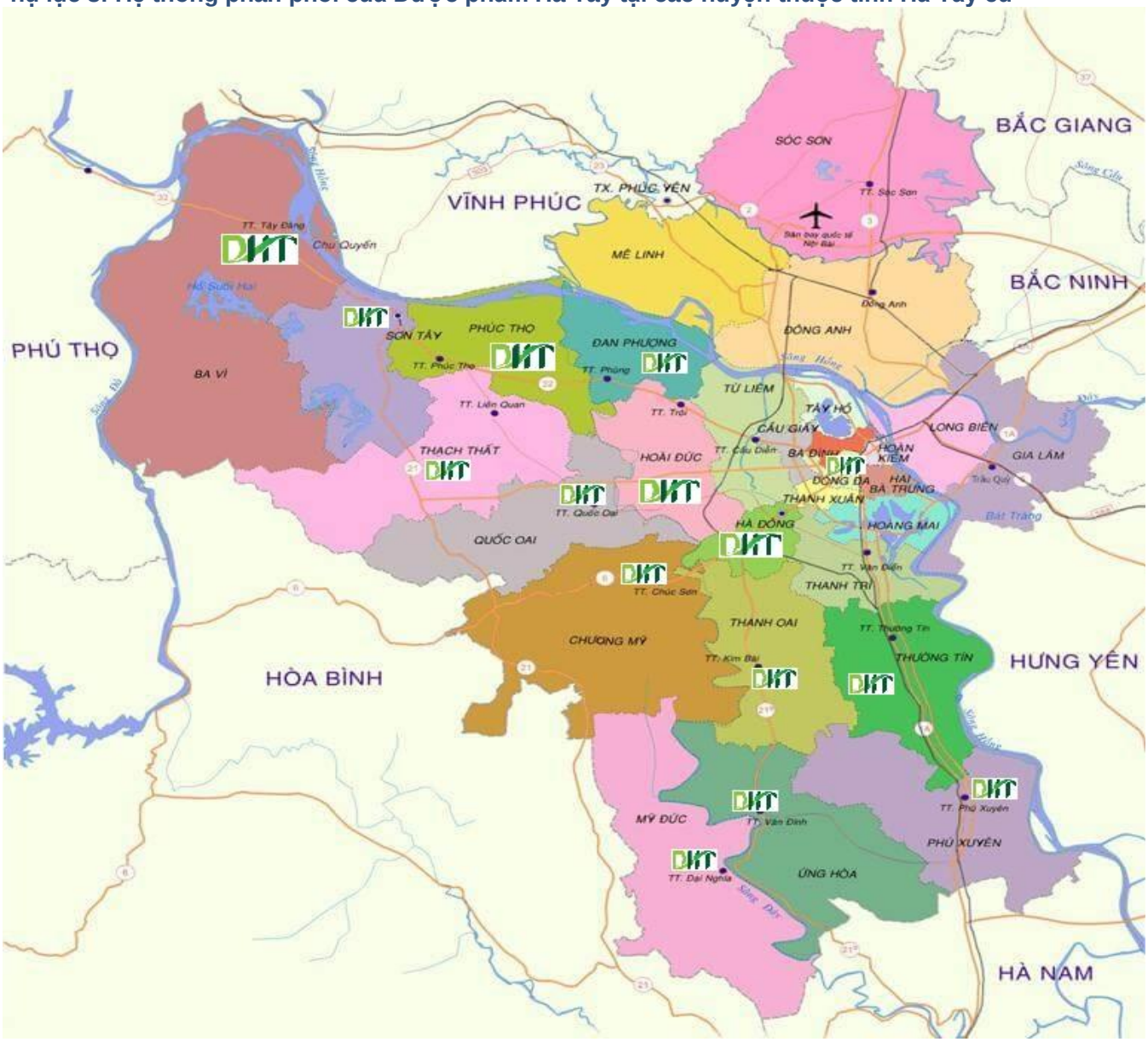
Nhóm thuốc	Tiêu chuẩn	Nơi cấp giấy chứng nhận
Nhóm 1	- EU-GMP hoặc PIC/s-GMP tại cơ sở sản xuất thuộc nước tham gia ICH và Australia; - WHO-GMP do Bộ Y tế Việt Nam cấp giấy chứng nhận và được cơ quan quản lý quốc gia có thẩm quyền cấp phép lưu hành tại nước tham gia ICH hoặc Australia;	Các quốc gia có thẩm quyền cấp phép lưu hành tại ICH, Australia

Nhóm 2	EU-GMP hoặc PIC/s-GMP nhưng không thuộc nước tham gia ICH và Australia;	Các quốc gia có thẩm quyền cấp phép lưu hành không phải tại ICH, Australia
Nhóm 3	WHO-GMP	Bộ Y tế Việt Nam
Nhóm 4	Thuốc có chứng minh tương đương sinh học	Bộ Y tế Việt Nam
Nhóm 5	Thuốc không đáp ứng tiêu chí của 4 nhóm trên (lựa chọn sẽ xét theo giá đấu thầu)	Bộ Y tế Việt Nam

Các gói thầu nhóm thuốc generic (theo Dự thảo thông tư thay thế cho thông tư 11/2016/TT – BYT)

Nhóm thuốc	Tiêu chuẩn	Nơi cấp giấy chứng nhận
Nhóm 1	EU-GMP tại cơ sở sản xuất thuộc nước tham gia ICH và Australia	Các quốc gia có thẩm quyền cấp phép lưu hành tại ICH, Australia
Nhóm 2	EU-GMP hoặc chứng minh tương đương sinh học theo hướng dẫn của EU và nguyên dược liệu phải đạt mức dược điển tham chiếu Anh, US, Nhật Bản, EU	Các quốc gia có thẩm quyền cấp phép lưu hành tại ICH, Australia
Nhóm 3	Thuốc có chứng minh tương đương sinh học	Bộ Y tế Việt Nam
Nhóm 4	WHO - GMP	Bộ Y tế Việt Nam
Nhóm 5	Thuốc không đáp ứng tiêu chí của 4 nhóm trên (lựa chọn sẽ xét theo giá đấu thầu)	Bộ Y tế Việt Nam

3. Phụ lục 3: Hệ thống phân phối của Dược phẩm Hà Tây tại các huyện thuộc tỉnh Hà Tây cũ



Nguồn: FPTS tổng hợp

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTS nắm giữ 141 cổ phiếu DHT và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu DHT nào.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cố phiếu này có thể được xem tại http://ezsearch.fpts.com.vn hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính
Số 52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi, Q. Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.24) 37737070 / 6271 7171
Fax: (84.24) 37739058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh
Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times Square, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm, Q.1, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84.28) 62908686
Fax: (84.28) 62910607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Đà Nẵng
100 Quang Trung, P.Thạch Thang, Quận Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.236) 3553666
Fax: (84.236) 3553888