

Ngành Dược

Báo cáo cập nhật

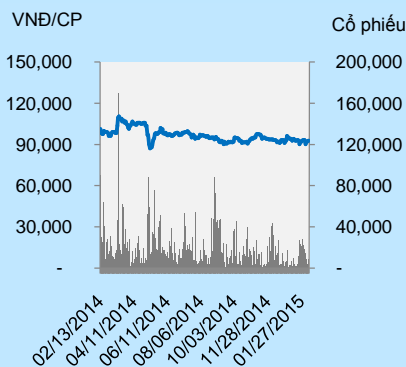
Tháng 2, 2015

Khuyến nghị	NEUTRAL
Giá kỳ vọng (VND)	98.700
Giá thị trường (09/02/2015)	92.500
Lợi nhuận kỳ vọng	6,7%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	VND/CP 87.000-110.000
Vốn hóa	8.062 tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	87.154.200 CP
KLGD bình quân 10 ngày	14.209 CP
% sở hữu nước ngoài	49%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	2.500 VNĐ/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	2,7%
Beta	0,48

BIẾN ĐỘNG GIÁ



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

Chuyên viên phân tích
Nguyễn Hoàng Thanh Nga
(84 8) 3914 6888 ext: 150
nguyenhoangthanhnga@baoviet.com.vn

Công ty Cổ phần Dược Hậu Giang

Mã giao dịch: DHG

Reuters: DHG.HM

Bloomberg: DHG VN

Tăng trưởng chậm lại do cạnh tranh gay gắt trên thị trường phân phối qua nhà thuốc (OTC)

Cập nhật KQKD 2014

Doanh thu thuần đạt 3.913,1 tỷ đồng, tăng 10,93% so với doanh thu năm 2013, đây là mức tăng trưởng thấp nhất DHG báo cáo kể từ năm đầu tiên niêm yết, tuy nhiên nếu loại trừ 2 yếu tố (Doanh thu phân phối hàng Eugica và thay đổi phương pháp ghi nhận hàng khuyến mãi) thì mức tăng trưởng thực tế rất ấn tượng, đến 19,64%. Nhìn chung năm 2014 DHG có nhiều thay đổi về mặt kế toán và hoạt động nhưng hiệu quả hoạt động kinh doanh chính của DHG duy trì tương đương 2013. Tuy nhiên, năm 2014 DHG chỉ ghi nhận 529,9 tỷ đồng LNST, tăng 8,1% so với biên 2013 sau điều chỉnh lợi nhuận bất thường từ việc bán thương hiệu Eugica. Mặc dù lợi nhuận sau thuế tăng nhưng vẫn thấp hơn nhiều so với mức tăng của doanh thu, nguyên nhân chủ yếu là do thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp thực tế đã tăng mạnh từ 24,5% năm 2013 lên 26,8% 2014.

Dự báo 2015

Năm 2015 chúng tôi dự báo sẽ là năm đầu tiên DHG có mức tăng trưởng doanh thu dưới 10% tính từ năm đầu tiên DHG niêm yết. Doanh thu thuần 2015 ước tính đạt được 4,213.3 tỷ đồng, tăng 7,67% so với năm 2014. Biên lợi nhuận gộp của DHG trong năm 2015 chúng tôi dự đoán sẽ tương đương với năm 2013 tại mức 54,54%. Năm 2015 được dự báo là năm lợi nhuận sau thuế của DHG có tăng trưởng đột biến 28,05% ước đạt 680,5 tỷ đồng so với năm 2014 do ưu đãi thuế lớn tác động giảm mạnh thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN).

Khuyến nghị

Với khó khăn chung của các doanh nghiệp dược trong nước do đầu thầu vào kênh ETC không còn thuận lợi, cùng với thị trường OTC ngày càng cạnh tranh khốc liệt cũng như chưa có triển vọng thực sự đột biến nào trong thời gian tới, chúng tôi tạm thời giữ nguyên đánh giá **NEUTRAL** đối với cổ phiếu DHG trong năm 2015 với giá mục tiêu theo phương pháp định giá DCF là **98.725 đồng/cp**, cao hơn 6,7% so với mức giá đóng của ngày 09/02/2015. Tương ứng với P/E forward dự phóng 2015 là 11,78 lần.

Một số chỉ số tài chính của DHG

Chỉ số tài chính		2012	2013	2014	2015F
Doanh thu	Tỷ VNĐ	2.931,08	3.527,36	3.913,07	4.213,25
EBIT	Tỷ VNĐ	587,40	783,77	729,11	800,16
EBITDA	Tỷ VNĐ	654,17	854,81	808,71	695,47
LNST	Tỷ VNĐ	491,29	593,25	531,41	680,49
EPS	VND	7.537,89	9.102,25	6.097,38	7.807,85
P/E	x	12,9	10,7	15,25	11,78
P/B	x	3,7	3,2	2,33	2,10
ROA	%	20,66%	19,26%	15,28%	17,62%
ROE	%	29,11%	29,94%	23,24%	25,60%

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

Báo cáo cập nhật 2014
THÔNG TIN SỞ HỮU

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

CỔ ĐÔNG LỚN

SCIC	43,31%
FTIF – Templeton Frontier Markets Fund	9,74%
Portal Global Limited	7,20%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2012	2013	2014	2015F
Doanh thu	2.931,08	3.527,36	3.913,07	4.213,25
Giá vốn	(1.487,28)	(1.886,88)	(1.782,43)	(1.915,48)
Lợi nhuận gộp	1.443,80	1.640,47	2.130,64	2.297,76
Doanh thu tài chính	42,18	47,97	37,14	52,13
Chi phí tài chính	(4,45)	(16,46)	(67,34)	(70,45)
Lợi nhuận sau thuế	491,29	593,25	531,41	680,49

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2012	2013	2014	2015F
Tiền & khoản tương đương tiền	718,98	613,29	496,51	710,76
Các khoản phải thu ngắn hạn	574,32	667,39	842,25	853,62
Hàng tồn kho	511,84	757,95	780,27	802,49
Tài sản cố định hữu hình	517,14	799,08	963,81	1,094,67
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	16,65	20,77	16,84	21,96
Tổng tài sản	2.378,27	3.080,62	3.476,85	3.861,20
Nợ ngắn hạn	590,87	964,51	1.050,86	967,76
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	1.687,72	1.981,37	2.286,73	2.657,81
Tổng nguồn vốn	2.378,27	3.080,62	3.476,85	3.861,20

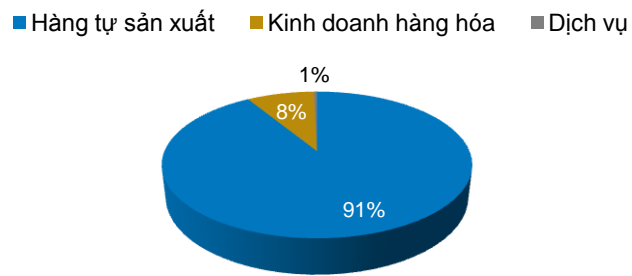
Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2012	2013	2014	2015F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	17,67%	20,34%	10,93%	7,67%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	17,04%	20,75%	-10,42%	28,05%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	49,26%	46,51%	54,45%	54,54%
Lợi nhuận thuần biên (%)	16,76%	16,82%	13,58%	16,15%
ROA (%)	20,66%	19,26%	15,28%	17,62%
ROE (%)	29,11%	29,94%	23,24%	25,60%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	28,37%	35,10%	33,75%	30,61%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	39,98%	54,57%	51,31%	44,47%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	7.537	9.102	6.097	7.807
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	36.489	47.265	39.893	44.303

Cập nhật KQKD 2014

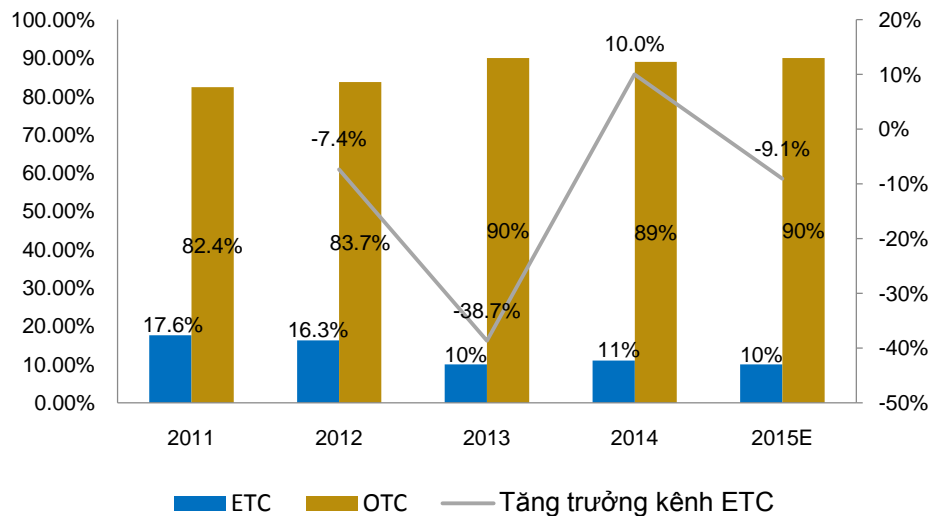
Doanh thu thuần đạt 3.913,1 tỷ đồng, tăng 10,93% so với năm 2013. Năm 2014, DHG không còn phân phối hàng Eugica và có thay đổi phương pháp ghi nhận hàng khuyến mãi, nếu loại trừ 2 yếu tố này thì doanh thu thuần của DHG thực tế tăng rất ấn tượng, đến 19,64%.

Cơ cấu doanh thu DHG năm 2014



Nguồn: Báo cáo tài chính 2014, BVSC tổng hợp

Doanh thu theo kênh phân phối



Mặc dù gặp khó khăn trong việc bán hàng qua kênh ETC, đồng thời cạnh tranh khốc liệt ở kênh OTC do hầu hết các doanh nghiệp được đều đẩy mạnh bán hàng qua kênh này. Tuy nhiên doanh thu năm 2014 của DHG vẫn tăng tốt nhờ:

- DHG tiếp tục đẩy mạnh tiêu thụ các sản phẩm chiếm tỷ trọng doanh thu chưa cao (doanh thu từ 60-70 tỷ/năm) do trước đây DHG không ưu tiên sản xuất vì bị hạn chế về công suất nhà máy. Với nhà máy mới đi vào hoạt động thì DHG có thể tiếp tục đẩy mạnh tiêu thụ các dòng sản phẩm này.
- Trong Q4 năm 2014, DHG đã thực hiện đẩy mạnh việc bán hàng cuối năm. Cụ thể doanh thu Q4/2014 đạt 1.307,5 tỷ (chiếm 33,4% tổng doanh thu 2014). Đồng thời các khoản phải thu cũng tăng đáng kể.

Hiệu quả hoạt động vẫn được duy trì tốt. Trong năm, DHG thay đổi phương pháp ghi nhận kế toán hàng khuyến mãi, chi phí bán hàng khuyến mãi không còn ghi nhận vào giá vốn hàng bán như năm trước, đồng thời có một số yếu tố khác ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của DHG như không còn phân phối hàng Eugica (biên gộp thấp), đẩy mạnh phân phối hàng MSD (biên gộp thấp), đẩy mạnh phân phối hàng công ty tự sản xuất (biên gộp cao). Tuy nhiên nhìn chung hiệu quả hoạt động của DHG vẫn được duy trì tốt. Chúng tôi sử dụng tỷ lệ % (Doanh thu thuần – Giá vốn hàng bán – Chi phí bán hàng – Chi phí quản lý – Chiết khấu thanh toán)/Doanh thu thuần để so sánh với năm 2013 thì gần như tương đương nhau, 2013 đạt 16,5%, 2014 đạt 16,9%.

DHG đạt 529,9 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, giảm 10% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, nếu loại trừ thu nhập bất thường từ chuyển nhượng thương hiệu Eugica năm 2013 thì lợi nhuận sau thuế năm 2014 tăng 8,1% so với cùng kỳ. Mặc dù lợi nhuận sau thuế tăng nhưng vẫn thấp hơn nhiều so với mức tăng của doanh thu, nguyên nhân chủ yếu là do thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp thực tế đã tăng mạnh từ 24,5% năm 2013 lên 26,8% 2014.

Dự báo 2015

Lần đầu tiên từ sau thời điểm niêm yết, DHG có tốc độ tăng trưởng doanh thu thuần dưới 2 chữ số. Dự báo DHG đạt được 4.213,3 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng 7,67% so với năm 2014. Mức tăng trưởng chậm lại của doanh thu được nhận định trên cơ sở:

- Bị thu hẹp thị phần do cạnh tranh gay gắt trên thị trường OTC. Dự báo thị trường OTC sẽ tiếp tục cạnh tranh khốc liệt do hầu hết các doanh nghiệp sau khi gặp khó khăn ở kênh bệnh viện (ETC) đã đầu tư rất mạnh vào thị trường OTC. Khi đó, các doanh nghiệp chưa có kênh phân phối OTC mạnh sẽ từ từ mở rộng thị phần, trong khi doanh nghiệp có hệ thống phân phối rộng khắp toàn quốc như DHG sẽ bị cạnh tranh khốc liệt, do đó khó có thể tăng thị phần, thậm chí thị phần có thể giảm. Ngoài ra sự tăng tốc đầu tư vào nhà máy sản xuất từ các doanh nghiệp FDI cũng làm sự cạnh tranh trên thị trường ngày càng gay gắt hơn.
- Theo chia sẻ từ doanh nghiệp, DHG có kế hoạch tái cơ cấu trong năm 2015 nên mục tiêu tăng trưởng doanh thu được nhận định là không phải mục tiêu hàng đầu.

Biên lợi nhuận gộp của DHG năm 2014 vẫn đạt mức tương đương với năm 2014. Năm 2015 biên lợi nhuận gộp của DHG sẽ chịu tác động từ việc gia tăng khấu hao cho nhà máy non-betalactam (công suất 4 tỷ ĐVSP/năm), tuy nhiên với xu hướng giá NVL thế giới đang giảm cùng với khả năng tăng nhẹ giá bán chúng tôi nhận định biên lợi nhuận gộp của DHG sẽ vẫn duy trì tại mức 54,54%.

Trên cơ sở thông tin về tiến độ xây dựng và xin giấy phép hoạt động cho nhà máy betalactam (công suất 1 tỷ ĐVSP/năm) cũng như thời gian ưu đãi thuế, chúng tôi dự kiến nhà máy betalactam có thể sẽ đi vào hoạt động từ năm 2016, do đó biên lợi nhuận gộp của DHG sẽ không bị ảnh hưởng từ khấu hao nhà máy betalactam.

Biên lợi nhuận trước thuế 2015 vẫn tăng nhẹ 0,32 điểm % so với 2014, đạt 18,88%. Với sức ép cạnh tranh ngày một lớn trên thị trường OTC, chúng tôi dự kiến các chi phí liên quan đến bán hàng sẽ vẫn nằm tại mức cao, tuy nhiên với lượng tiền mặt lớn doanh thu và chi phí tài chính sẽ được cải thiện tốt do đó lợi nhuận trước thuế năm 2015 ước đạt 795,6 tỷ đồng tăng 9,85% so với năm 2014.

Lợi nhuận sau thuế năm 2015 tăng trưởng đột biến 28,05%, đạt 680,5 tỷ đồng do ưu đãi thuế. EPS dự phóng đạt 7.807 đồng/cp. Lợi nhuận tăng đột biến chủ yếu nhờ giảm mạnh thuế thu nhập doanh nghiệp:

- Nhà máy non-betalactam (công suất 4 tỷ đơn vị sản phẩm – ĐVSP/ năm) tiến hành thời gian 15 năm ưu đãi thuế bắt đầu vào năm 2015. Cụ thể, 4 năm đầu có thuế suất 0%, 9 năm tiếp theo có thuế suất là 5%, 2 năm còn lại có thuế suất là 10%. Theo thông tin chia sẻ từ doanh nghiệp, chúng tôi giả định nhà máy mới có thể hoạt động khoảng 60% công suất, do đó chúng tôi ước tính khoảng 44% doanh thu của DHG trong năm 2015 sẽ nhận ưu đãi thuế 0%.
- Trần chi phí quảng cáo, khuyến mãi được gỡ bỏ thông qua sửa đổi luật thuế TNDN ngày 26/11/2014.

Với công suất dự toán của nhà máy mới và việc bỏ trần chi phí quảng cáo, khuyến mãi, chúng tôi ước tính năm nay DHG sẽ có mức thuế TNDN vào khoảng 13,22% so với mức 26,76% năm 2014.

Nhận định triển vọng dài hạn

Về dài hạn, chúng tôi nhận định DHG sẽ đối diện với tăng trưởng chậm lại:

- Nguy cơ mất thị phần khá cao khi kênh OTC ngày càng cạnh tranh gay gắt như chúng tôi đã đề cập bên trên.
- Chưa có kế hoạch để khai thông kênh ETC khi thị trường OTC nội địa cạnh tranh ngày một gay gắt.
- Chưa có các thông tin đặc biệt về tình hình mở rộng thị trường nước ngoài của DHG trong tình hình thị trường trong nước đang gặp nhiều khó khăn. Vào tháng 07/2014, DHG thông báo ngưng đầu tư 91,1 tỷ đồng mua cổ phần của ASV Pharma Việt Nam với mục đích xây nhà máy mới tại Myanmar do một số vấn đề về đầu tư còn chưa phù hợp.

Hiện tại chúng tôi đang chờ đợi thêm các thông tin về chiến lược sắp tới của DHG và chi tiết về kế hoạch cải cách của DHG trong năm 2015 để có thể nhận định bổ sung cho triển vọng dài hạn.

Khuyến nghị

Với công suất tăng thêm từ nhà máy mới và kênh phân phối hiện có, DHG vẫn có thể tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trong thời gian tới. Tuy nhiên với khó khăn chung của các doanh nghiệp được trong nước do đấu thầu vào kênh ETC không còn thuận lợi, cùng với thị trường OTC ngày càng cạnh tranh khốc liệt cũng như chưa có triển vọng thực sự đột biến nào trong thời gian tới, chúng tôi tạm thời đánh giá **NEUTRAL** đối với cổ phiếu DHG trong năm 2014 với giá mục tiêu theo phương pháp định giá FCFF là **98.725 đồng/cp**, cao hơn 6,7% so với mức giá đóng cửa ngày 09/02/2015. Tương ứng với P/E forward dự phóng 2015 là 11,78 lần.

THUYẾT MINH BÁO CÁO

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

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

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

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