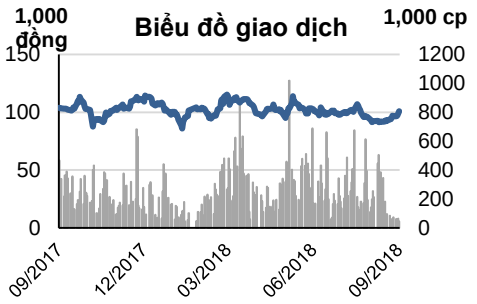
BÁO CÁO LẦN ĐẦU
01/10/2018

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam

DHG (HOSE)

Đánh giá	**TRUNG LẬP**
	Dược phẩm
Giá thị trường (VND):	**101,000**
Giá mục tiêu (VND) :	**95,900**
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm:	*-5.0%*
Suất sinh lợi cổ tức:	*2.9%*
Suất sinh lợi bình quân năm:	**-2.1%**



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-11%	8%	-1%	-3%
Tương đối	-16%	5%	-7%	-32%

Nguồn: Bloomberg, so với VNI

Thống kê 01/10/2018

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	85.8k-115.3k
SL lưu hành (triệu cp)	131
Vốn hóa (tỷ đồng)	13,205
Vốn hóa (triệu USD)	566
% khối ngoại sở hữu	47%
SL cp tự do (triệu cp)	42
KLGD TB 3 tháng (cp)	233,034
VND/USD	23,345
Index: VNIndex / HNX	1,015/116

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu 01/10/2018

SCIC	43.3%
Taisho Pharmaceutical	32.0%
Templeton Asian Fund	4.1%
Ms. Pham Thi Viet Nga	0.2%
Khác	20.4%

Nguồn: Stoxplus

Nguyễn Hoàng Hà

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1463
ha.nh@kisvn.vn
www.kisvn.vn

Công ty Cổ phần Dược Hậu Giang (HOSE: DHG) – Giảm tốc cùng thị trường OTC

Thuận lợi:

- DHG là công ty sản xuất Dược phẩm nội địa lớn nhất với doanh thu xấp xỉ 4,500 tỷ đồng, sở hữu kênh phân phối rộng hơn 25,000 điểm bán và 500 bệnh viện trên cả nước.
- Hiệu quả hoạt động cao với ROE cao hơn 20% đều đặn, tình hình tài chính lành mạnh với ít nợ vay, tiền mặt hơn 1,700 tỷ - lớn hơn nợ phải trả.
- Room nước ngoài được mở tối đa lên 100%. Cổ đông chiến lược Taisho Pharmaceutical Ltd. thể hiện rõ mong muốn được nâng thêm tỷ lệ sở hữu tại DHG.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận 2019 của DHG lần lượt đạt 4,672 tỷ và 705 tỷ, tăng trưởng 9.6% và 10.9% so với cùng kỳ. EPS forward 2019 đạt 4,850đ/cp.

Rủi ro:

- Kênh Dược phẩm thương mại OTC – chiếm 90% doanh thu của DHG - có triển vọng không tích cực do (1) xu hướng bảo hiểm y tế toàn dân (2) sự phát triển mạnh mẽ của khối bệnh viện tư nhân (3) thay đổi thói quen người tiêu dùng ngày càng hạn chế mua thuốc không kê đơn từ các nhà thuốc thiếu uy tín.
- Dự án dây chuyền chuẩn PIC-S (Cục QL Dược Malaysia) nhiều khả năng không được đấu thầu phân khúc thuốc cấp cao 1 & 2 trong hệ điều trị theo Dự thảo Thông tư mới.
- Chiến lược R&D 11 sản phẩm generic mới mỗi năm và mở kênh phân phối hiện đại như siêu thị/chuỗi nhà thuốc chưa thực sự hiệu quả và tạo ảnh hưởng lớn đến doanh thu.
- Thay đổi CEO chủ chốt vào cuối tháng 8/2017. Ban lãnh đạo liên tục bán cổ phiếu kể từ đầu năm 2018.
- P/E trailing 12 tháng 23.5 lần, khá cao so với trung bình VNIndex (18x), các hãng Dược nội địa (17x), và tốc độ tăng trưởng bền vững 5%-10% của công ty.

Định giá:

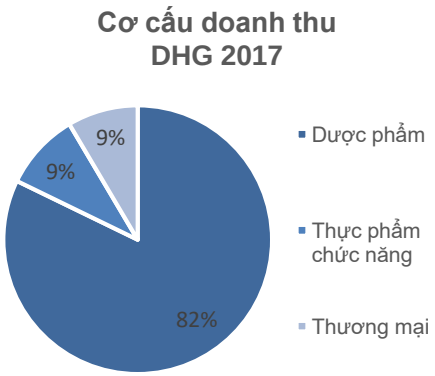
- Sử dụng mức P/E trung bình lịch sử 3 năm gần nhất của DHG và EPS forward 2019, chúng tôi ước tính mức giá mục tiêu cuối 2019 của DHG là 95,900đ/cp. Tổng mức sinh lời là -2.1%, bao gồm 3,000đ cổ tức tiền mặt. Khuyến nghị **TRUNG LẬP.**

Tỷ đồng	2016	2017	2018E	2019E	2020E
DT Thuần (tỷ đồng)	3,783	4,063	4,248	4,642	5,093
Tăng trưởng (%)	*4.9%*	*7.4%*	*4.5%*	*9.3%*	*9.7%*
LN hoạt động (tỷ đồng)	784	733	729	797	875
Biên lợi nhuận (%)	*20.7%*	*18.0%*	*17.2%*	*17.2%*	*17.2%*
LNST (tỷ đồng)	689	642	634	702	772
Biên lợi nhuận (%)	*18.2%*	*15.8%*	*14.9%*	*15.1%*	*15.2%*
SLCP lưu hành (triệu cp)	87	131	131	131	131
EPS (hiệu chỉnh, VND)	4,720	4,422	4,366	4,829	5,315
Tăng trưởng (%)	16.5%	-6.3%	-1.3%	10.6%	10.1%
ROE (%)	25.7%	23.0%	22.4%	23.0%	23.3%
Nợ ròng/VCSH (%)	-33%	-37%	-43%	-44%	-49%
PE (x)	21.4	22.8	23.1	20.9	19.0
PB (x)	3.1	4.8	4.5	4.2	3.8
EV/EBITDA (x)	16.2	17.3	17.3	16.0	14.9
Cổ tức (VND)	3,500	3,300	3,000	3,000	3,000
Suất sinh lợi cổ tức (%)	*3.5%*	*3.3%*	*3.0%*	*3.0%*	*3.0%*

1. Về CTCP Dược Hậu Giang (HOSE: DHG)

Năm	Sự kiện
1974	- Tiền thân của DHG là Xí nghiệp quốc doanh Dược phẩm 2/9, thành lập 1974 tại huyện U Minh, Cà Mau
1982	- Sáp nhập 3 đơn vị, trong đó có Xí nghiệp quốc doanh 2/9, thành lập Xí nghiệp Liên hợp Dược Hậu Giang
2004 - 2006	- Cổ phần hóa Xí nghiệp Liên hợp Dược Hậu Giang thành CTCP Dược Hậu Giang - Niêm yết cổ phiếu DHG trên SGDCK TPHCM (HOSE), chính thức giao dịch vào ngày 21/12/2006
2013	- Hoàn tất xây dựng nhà máy Non-Betalactam và dự án nhà máy In – Bao bì DHG1 tại KCN Tân Phú Thạnh
2015	- Thực hiện tái cấu trúc, củng cố lại mọi hoạt động sản xuất – bán hàng của công ty
2017	- Chuyển giao 2 vị trí nhân sự cấp cao của công ty: Chủ tịch HĐQT và Tổng giám đốc

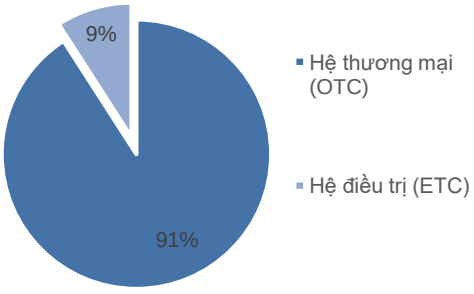
Nguồn: DHG, KISV research

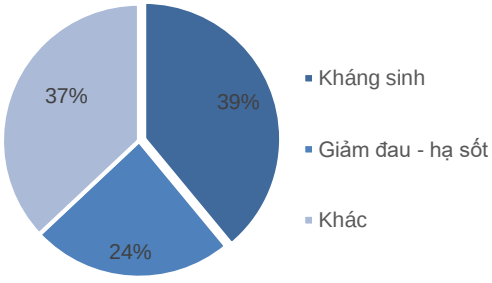


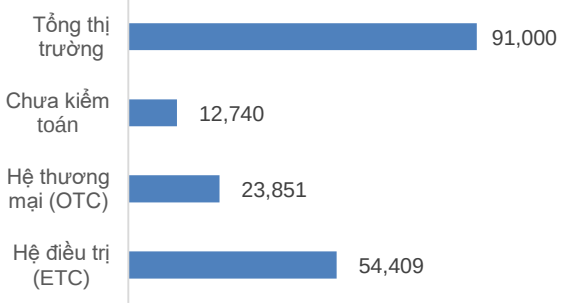
Sau hơn 40 năm thành lập, **CTCP Dược Hậu Giang (HOSE: DHG)** hiện là doanh nghiệp sản xuất & phân phối Dược phẩm nội địa số 1 tại Việt Nam. Đến thời điểm cuối 2017, công ty đang vận hành 2 nhà máy sản xuất Dược phẩm, 1 nhà máy bao bì, 1 vùng tảo nguyên liệu, đồng thời sở hữu hệ thống phân phối hàng đầu với 36 chi nhánh/36 tỉnh thành, hơn 25,000 điểm bán và hơn 500 bệnh viện trên toàn quốc.

Với chiến lược tập trung vào các dòng thuốc generic cơ bản, giá rẻ như kháng sinh, giảm đau hạ sốt, tim mạch và mở rộng kênh phân phối, tổng doanh thu của DHG năm 2017 đạt xấp xỉ 4,500 tỷ đồng – chiếm gần 5% thị phần tổng thị trường Dược phẩm. Trong đó, 82% doanh thu đến từ mặt hàng Dược phẩm, 9% đến từ thực phẩm chức năng và 9% còn lại đến từ hoạt động thương mại.

Ngoài ra, DHG còn có hoạt động xuất khẩu Dược phẩm, kinh doanh phòng khám đa khoa, … Tuy nhiên các mảng này có doanh số chiếm tỷ trọng không đáng kể nên chúng tôi không đề cập đến.







2. Kết quả kinh doanh 1H2018 và tình hình tài chính của DHG

Đơn vị: tỷ đồng	1H2017	1H2018	yoy
DT Thuần	**1,808**	**1,842**	***+1.9%***
Dược phẩm	1,345	1,400	*+4.1%*
Thực phẩm chức năng	200	161	*-19.5%*
Thương mại	264	281	*+6.4%*
Lợi nhuận gộp	**816**	**814**	***-0.3%***
Dược phẩm	685	711	*+3.8%*
% Biên LN gộp	*50.9%*	*50.8%*	
Thực phẩm chức năng	100	81	*-19.0%*
% Biên LN gộp	*50.0%*	*50.3%*	
Thương mại	31	23	*-25.8%*
% Biên LN gộp	*11.7%*	*8.2%*	
Chi phí bán hàng	294	327	*+11.2%*
Chi phí quản lý doanh nghiệp	166	130	*-21.7%*
EBIT	**351**	**355**	***+1.1%***
Lợi nhuận tài chính	(5)	(2)	
Lợi nhuận khác	3	4	
Lợi nhuận trước thuế	**352**	**361**	***+2.6%***
Thuế suất	(8)	51	
Lợi nhuận sau thuế	**360**	**310**	***-13.9%***
% hoàn thành KH LNTT 2018		*47%*	
EPS trailing hiệu chỉnh (đồng/cp)		**4,094**	

Nguồn: DHG, KISV research

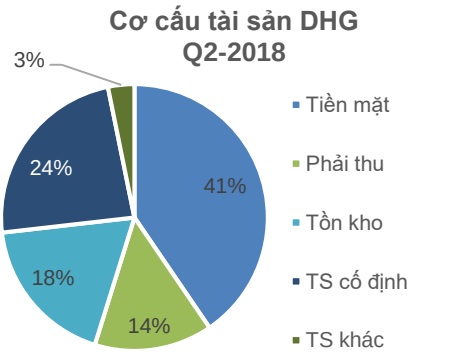
- **Cập nhật kết quả kinh doanh DHG 1H2018:**

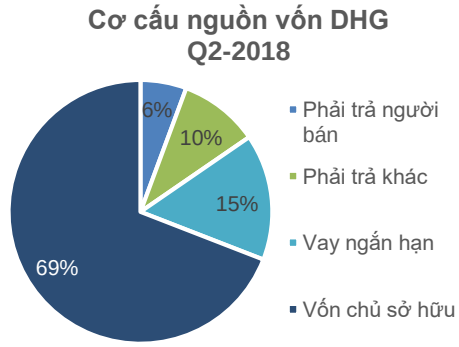
1H2018, trong khi doanh thu thuần của DHG chỉ tăng nhẹ ở mức +1.9% YoY, lợi nhuận trước thuế tăng nhẹ +2.6% YoY, thì lợi nhuận ròng lại sụt giảm mạnh -13.9% so với cùng kỳ chủ yếu do: (1) phát sinh thêm 25 tỷ đồng chi phí thuế hoãn lại cho hàng tồn kho (lãi chưa thực hiện) từ việc sáp nhập 2 công ty con Công ty TNHH MTV In Bao Bì DHG 1 và Công ty TNHH MTV Dược phẩm DHG thành Chi nhánh Nhà máy Dược phẩm DHG tại Hậu Giang (2) 1H2017 công ty chưa hạch toán thuế theo mức điều chỉnh năm 2016 (do công ty hiểu sai chính sách dẫn đến việc hạch toán thấp hơn thực tế phải trả) nên lợi nhuận sau thuế 1H2017 cao hơn đáng kể so với 1H2018.

Trong đó, mảng Dược phẩm đóng góp tỷ trọng lớn nhất với 1,400 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng nhẹ +4.1% so với cùng kỳ. Biên lợi nhuận gộp DHG 1H2018 đi ngang, dẫn đến việc lợi nhuận gộp mảng Dược phẩm chỉ tăng nhẹ +3.8% YoY, đạt 711 tỷ. Việc thị trường bị kìm chế giá, đồng thời chiến lược nghiên cứu và phát triển (R&D) sản phẩm mới và mở kênh phân phối của DHG chưa thực sự ấn tượng, đã khiến mức độ tăng trưởng mảng Dược phẩm giảm tốc đáng kể trong nửa đầu 2018 so với mức tăng 10%-15% của giai đoạn 2010-2015.

Hơn nữa, hai mảng thực phẩm chức năng và thương mại bán buôn có kết quả kinh doanh đáng thất vọng khi lợi nhuận gộp của hai mảng giảm lần lượt -19.0% và -25.8% so với cùng kỳ, đạt vỏn vẹn 81 tỷ và 23 tỷ trên tổng lợi nhuận gộp 814 tỷ đồng. Cạnh tranh lớn trong mảng thực phẩm chức năng từ các đối thủ mới, cộng với việc tái cơ cấu các công ty thành viên/chi nhánh đã làm sụt giảm đáng kể lợi nhuận gộp của hai mảng này.

Chúng tôi đánh giá cao kế hoạch tiết giảm chi phí quản lý doanh nghiệp của công ty, giảm được -21.7% so với cùng kỳ còn 130 tỷ đồng. Tuy nhiên, việc chi phí bán hàng





tăng mạnh hơn doanh thu (+11.2% YoY) để duy trì thị phần kênh bán lẻ OTC đã không giúp lợi nhuận thuần của DHG tốt hơn. Tỷ lệ SG&A/doanh thu của DHG 1H2018 đạt gần 19%, tăng 1 điểm phần trăm so với cùng kỳ năm trước.

Như vậy, sau nửa đầu 2018, DHG mới chỉ đạt được 47% kế hoạch năm 2018. EPS trailing 12 tháng hiệu chỉnh đạt 4,094 đồng/cổ phiếu.

- **Phân tích tình hình tài chính DHG Q2-2018:**

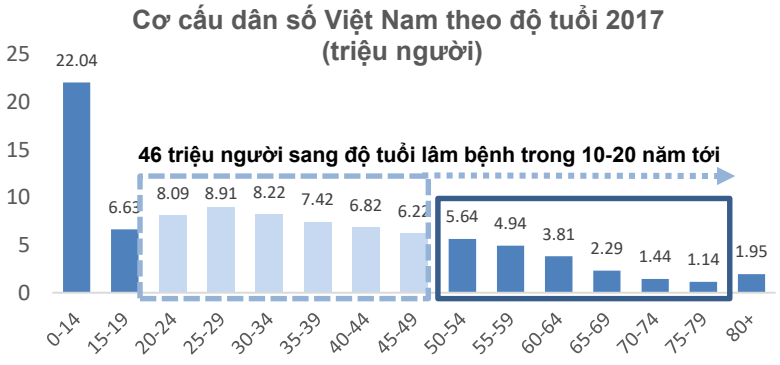
Theo báo cáo tài chính bán niên 2018 của DHG, về cơ cấu tài sản, DHG có cơ cấu tài sản khá lành mạnh với hơn 1,700 tỷ đồng tiền mặt (41% tổng tài sản), xấp xỉ 1,000 tỷ đồng tài sản cố định – chủ yếu bao gồm nhà xưởng sản xuất (24% tổng tài sản). Ngoài ra, hiệu quả hoạt động của DHG cũng được giữ ổn định với vòng quay khoản phải thu đạt 7.3 lần, vòng quay hàng tồn kho đạt 3.1 lần – tương đối cao hơn so với mức trung bình 3-4 lần của các công ty Dược phẩm.

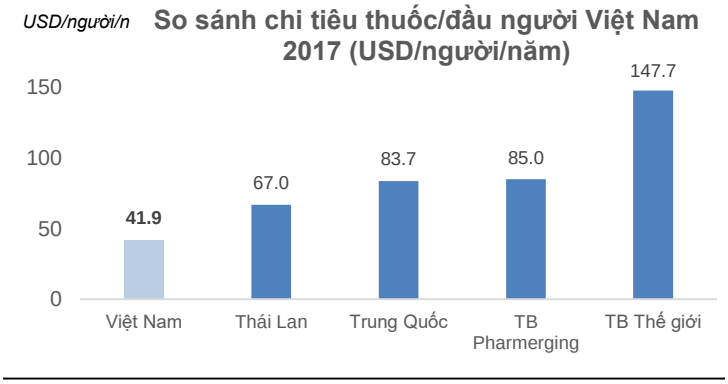
Về cơ cấu nguồn vốn, DHG gia tăng vay nợ ngắn hạn đáng kể từ đầu 2017, từ mức xấp xỉ 200 tỷ đồng lên 660 tỷ đồng hiện tại Q2-2018. Tuy nhiên do lượng tiền mặt của DHG khá dồi dào và công ty có vòng quay phải thu/tồn kho cao nên chúng tôi đánh giá mức dư nợ vay này chưa thực sự rủi ro. Vốn chủ sở hữu của DHG đạt gần 3,000 tỷ đồng, tương ứng book value per share 22,400 đồng/cổ phiếu. ROE luôn được giữ vững tốt ở mức trên 20% một cách đều đặn.

3. Triển vọng các mảng kinh doanh chính và dự phóng của KIS

3.1 Dược phẩm: Hệ thương mại bán lẻ (OTC) thu hẹp

Như chúng tôi đã từng phân tích, ngành Dược phẩm là một trong những ngành có triển vọng dài hạn khá ổn định, và có thể dự đoán trước. Với thu nhập người dân ngày càng gia tăng, nhận thức sức khỏe cải thiện đáng kể, cộng với việc cơ cấu dân số vàng (45 triệu người trong độ tuổi lao động) sẽ dần đi vào nhóm tuổi cao hơn trong 10-20 năm tới, chi tiêu thuốc/đầu người của Việt Nam sẽ tăng trưởng khá ổn định trong dài hạn – góp phần thu hẹp khoảng cách với các nước phát triển.



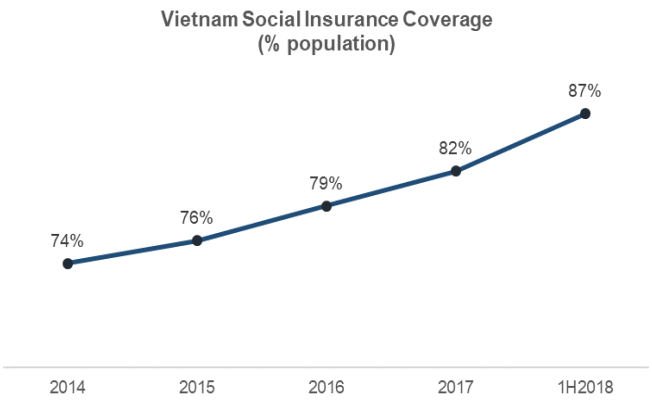


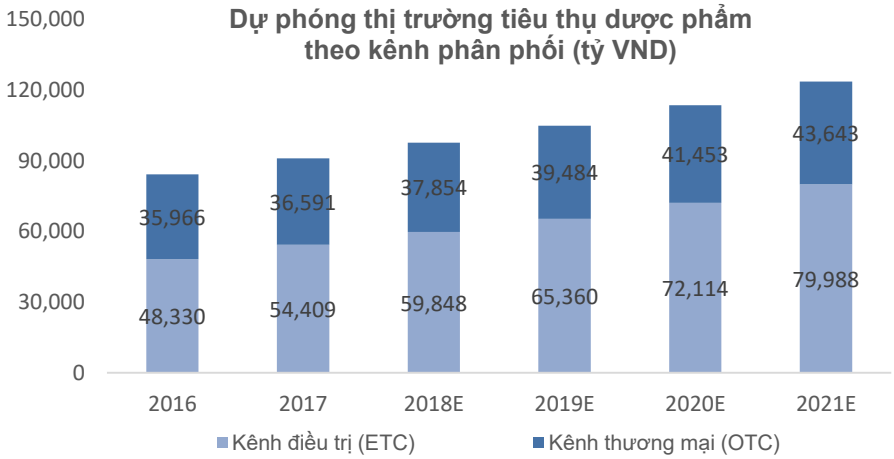
Nguồn: Euromonitor, KISVN research

Tuy nhiên, thị trường tiêu thụ ngành Dược phẩm có sự **chuyển dịch cơ cấu kênh phân phối** khá quan trọng, khi: tiêu thụ của hệ thương mại bán lẻ (OTC) ngày càng thu hẹp, nhường chỗ cho kênh điều trị (ETC) ngày càng phát triển. Theo nghiên cứu của tổ chức uy tín IMS Health, tiêu thụ thuốc của Việt Nam ở kênh OTC chỉ tăng nhẹ 3.6% CAGR trong 5 năm tới, giảm tỷ trọng trong tổng tiêu thụ ngành Dược xuống còn 35% vào năm 2021. Thay vào đó, doanh số kênh ETC được dự phóng tăng trưởng mạnh 10.6% CAGR – và sẽ chiếm chủ đạo 65% thị trường Dược phẩm đến 2021.

Sự chuyển dịch cơ cấu này đến từ **3 nguyên nhân chính**:

- Thứ nhất, chính sách bảo hiểm y tế (BHYT) toàn dân của Chính phủ đã thành công mỹ mãn. Từ mức 28% toàn dân cuối năm 2005 lên mức 74% năm 2014, và hiện tại đạt mức gần 90% dân số theo số liệu của Bảo hiểm xã hội Việt Nam tháng 7.2018, người dân ngày càng được tiếp cận nhiều hơn đến hệ thống y tế công lập, dẫn đến việc chi tiêu thuốc cho khu vực này sẽ ngày càng chiếm chủ đạo trong tương lai.

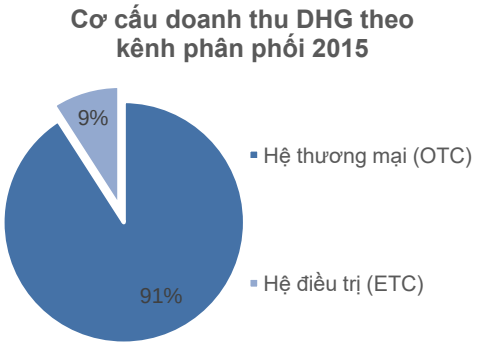




Nguồn: IMS Health

- Thứ hai, sự phát triển mạnh mẽ của khối bệnh viện tư nhân cũng góp phần gia tăng chi tiêu thuốc trong khối điều trị. Sau hơn một thập kỷ, số bệnh viên tư nhân hiện tại đã tăng gấp 4 lần, lên 175 đơn vị. Nhờ vào chính sách miễn giảm thuế thu nhập doanh nghiệp cho các bệnh viện tư (0% trong 4 năm đầu, 10% cho những năm sau), cộng với xu hướng bảo hiểm tự nguyện từ các gói bảo hiểm y tế bán cho người lao động trong doanh nghiệp ngày càng phát triển, đã thúc đẩy làn sóng đầu tư mạnh mẽ vào khu vực này. Trong số đó, ngoài những thương hiệu nội địa nổi tiếng như Hoàn Mỹ, VinMec, còn có rất nhiều nhà đầu tư FDI đến từ Pháp, Hoa Kỳ, Nhật Bản, Singapore đang đầu tư khá quyết liệt như Navis Capital, Franco-Vietnamese Hospital.

- Thứ ba, nhận thức bảo vệ sức khỏe của người dân ngày càng tăng cao tương ứng với thu nhập của họ. Với việc kênh bán lẻ OTC của thị trường Việt Nam hiện đang bị chi phối chủ yếu bởi 70,000 nhà thuốc nhỏ lẻ - vốn không rõ ràng về nguồn gốc xuất xứ của thuốc và trình độ của dược tá bán hàng chưa được kiểm chứng, người tiêu dùng sẽ ngày càng hạn chế việc mua thuốc không kê đơn như thói quen cũ. Tuy nhiên, một xu hướng tích cực khác chính là việc họ sẽ tăng cường tiêu thụ các sản phẩm duy trì, bảo vệ sức khỏe như thực phẩm chức năng (vitamins, dược mỹ phẩm, các loại thuốc bổ) thay vì thuốc chữa trị. Theo số liệu cuối năm 2016, các nước phát triển như Mỹ, Châu Âu, Nhật Bản có giá trị tiêu thụ thực phẩm chức năng lên đến trên 50% thị trường Dược phẩm OTC. Trước bối cảnh như trên, mà đến xấp xỉ 90% doanh số Dược phẩm của DHG đến từ kênh OTC, thì chúng tôi cho rằng thách thức của DHG trong tương lai là rất lớn – nếu công ty không thật sự nhanh nhạy để thay đổi.



Ban lãnh đạo công ty đã và đang thực hiện **2 giải pháp sau** để thúc đẩy tăng trưởng mảng dược phẩm:

(1) Xây dựng dây chuyền sản xuất thuốc gói sủi bọt chuẩn PIC-S (Cục QL Dược Malaysia cấp phép) trị giá 150 tỷ

Dù ban lãnh đạo DHG muốn đầu tư công nghệ sản xuất để đấu thầu vào các phân khúc thuốc cao hơn trong hệ điều trị, song chúng tôi đánh giá rằng dự án này chưa thực sự triển vọng.

Điều này có thể giải thích do Dự thảo sửa đổi Thông tư 11/2016/TT-BYT sẽ ưu tiên đấu thầu phân khúc thuốc cấp cao 1&2 đối với các nhà sản xuất có chuẩn EU-GMP hoặc PIC-S được cấp bởi các quốc gia có uy tín, thuộc nhóm ICH (The International Council for Harmonisation) như Hoa Kỳ, Nhật Bản, các nước lớn của khối EU, Hàn Quốc, Singapore, Brazil, Đài Loan, … Trong khi đó, tiêu chuẩn PIC-S của DHG được cấp phép bởi Cục Quản lý Dược Malaysia – vốn là một quốc gia nhỏ, không nằm trong nhóm các nước ICH, nên có nguy cơ cao sẽ rất khó để đấu thầu vào các phân khúc thuốc giá cao trong kênh ETC.

Vì lí do này, ban lãnh đạo DHG có dấu hiệu trì hoãn dự án để chờ đợi thêm thông tin chính thức từ Bộ Y Tế. Đến cuối 2017, công ty mới chỉ giải ngân 24 tỷ đồng cho dự án – tức mới đạt 16% kế hoạch đề ra ban đầu.

(2) Sản phẩm mới, thúc đẩy bán hàng và mở rộng kênh phân phối hiện đại

Dù ban lãnh đạo công ty tích cực thực hiện nhiều dự án như: (1) R&D 11 sản phẩm mới, thử nghiệm tương đương sinh học 4 sản phẩm generic (2) Tăng cường đội ngũ bán hàng lên 1,500 người (3) Đẩy mạnh kênh phân phối hiện đại, tham gia vào 5 siêu thị lớn – Aeon Mall, BigC, Satra, Citimart, Guardian và tham gia vào 3 chuỗi nhà thuốc lớn – Phano, Pharmacity, Medicare - song những dự án này có doanh số nhỏ, chưa thực sự tạo tác động đáng kể lên tăng trưởng doanh số của DHG.

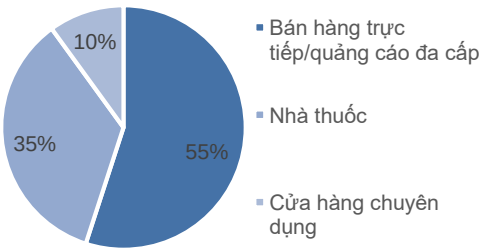
Nửa đầu 2018, trong khi chi phí bán hàng tăng 11.2% YoY, doanh thu mảng chủ đạo Dược phẩm của DHG chỉ tăng nhẹ 4.1% - thể hiện sự tác động của những dự án trên chưa đủ lớn.

Với tất cả những lập luận trên, chúng tôi kỳ vọng thị phần mảng Dược phẩm của DHG trong thị trường OTC chỉ tăng nhẹ 0.5 điểm phần trăm mỗi năm, trong khi doanh thu kênh ETC sẽ tiếp tục sụt giảm từ -5% đến -7% trong những năm tiếp theo. Biên lợi nhuận gộp của mảng sản xuất Dược phẩm trên quan điểm của chúng tôi sẽ tiếp tục giữ ổn định xung quanh mức 45% như trong 3 nằm vừa qua:

Đơn vị: tỷ đồng	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Doanh thu Dược phẩm	**3,083**	**3,343**	**3,460**	**3,776**	**4,139**
% tăng trưởng	*0.8%*	*8.4%*	*3.5%*	*9.1%*	*9.6%*
Biên LN gộp Dược phẩm	45.8%	44.9%	44.7%	44.7%	44.7%
LN gộp Dược phẩm	**1,411**	**1,500**	**1,548**	**1,689**	**1,852**

3.2 Thực phẩm chức năng và thương mại: Cạnh tranh gay gắt

Thị trường thực phẩm chức năng theo kênh phân phối 2014

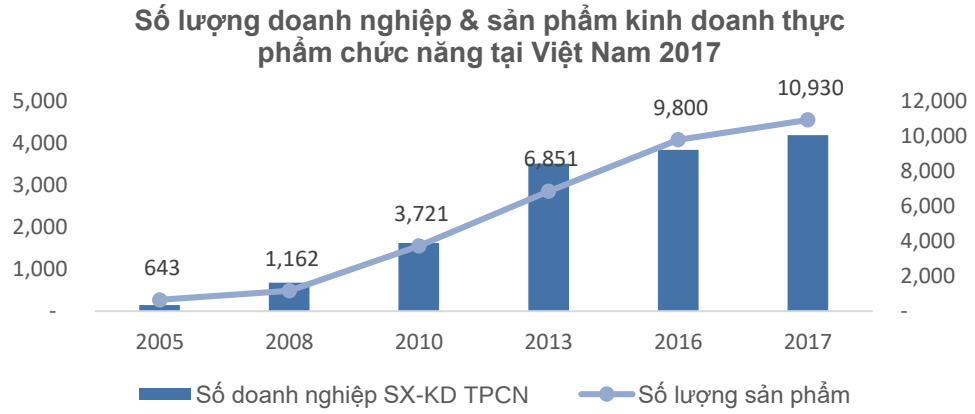


Dù thị trường bán lẻ Dược phẩm OTC có xu hướng thu hẹp như phân tích trên của chúng tôi, thị trường tiêu thụ thực phẩm chức năng (TPCN) của Việt Nam lại có tốc độ tăng trưởng phi mã. Theo số liệu thống kê của Euromonitor International, quy mô thị trường TPCN của Việt Nam năm 2017 trị giá 12,153 tỷ đồng, tăng trưởng trung bình 13.4% CAGR trong 5 năm vừa qua. Với xu hướng tăng trưởng thu nhập của đại bộ phận dân cư thành thị, nhận thức về ngoại hình/sức khỏe ngày càng gia tăng nhờ sự phát triển của mạng xã hội, thị trường TPCN được dự đoán sẽ tiếp tục bùng nổ, và sẽ sớm chiếm tỷ trọng lớn trong doanh số tiêu thụ Dược phẩm của Việt Nam trong 5-10 năm tới tương tự như các nước phát triển.

Trong thị trường TPCN, 60% doanh số thuộc về các doanh nghiệp nội địa và 40% doanh số thuộc về các sản phẩm ngoại nhập. Các thương hiệu ngoại như Amway, Herbalife thường tập trung vào phân khúc khách hàng thu nhập cao với các sản phẩm liên quan đến vitamins/dinh dưỡng/làm đẹp/thể thao, còn các thương hiệu nội như

DHG, Traphaco lại tập trung vào nhóm khách hàng có thu nhập vừa và thấp với các sản phẩm dược liệu/hỗ trợ chữa trị truyền thống.

Tuy triển vọng của thị trường khá tích cực, song rào cản thấp do TPCN được phân loại và quản lý như một loại thực phẩm, nên sự phát triển của nó được đánh giá là tương đối "hỗn loạn". Mức độ cạnh tranh ở phân khúc này vô cùng khốc liệt do việc tăng cường chi tiêu cho quảng cáo, đội ngũ bán hàng trực tiếp và chiết khấu cho các kênh bán lẻ nhà thuốc OTC của các hãng. Nhiều đơn vị trong số này thậm chí quảng cáo sai sự thật, nguồn gốc xuất xứ dược liệu mập mờ, kém chất lượng dù sản phẩm có bao bì rất bắt mắt. Theo số liệu của Hiệp hội TPCN Việt Nam, từ mức vỏn vẹn 143 doanh nghiệp sản xuất – kinh doanh TPCN năm 2005, hiện năm 2017 đã có gần 4,200 doanh nghiệp trong lĩnh vực này, bán buôn hơn 10,000 loại sản phẩm trong khi đội ngũ của Cục Quản lý An toàn Thực phẩm có giới hạn.



Nguồn: Hiệp hội Thực phẩm chức năng Việt Nam

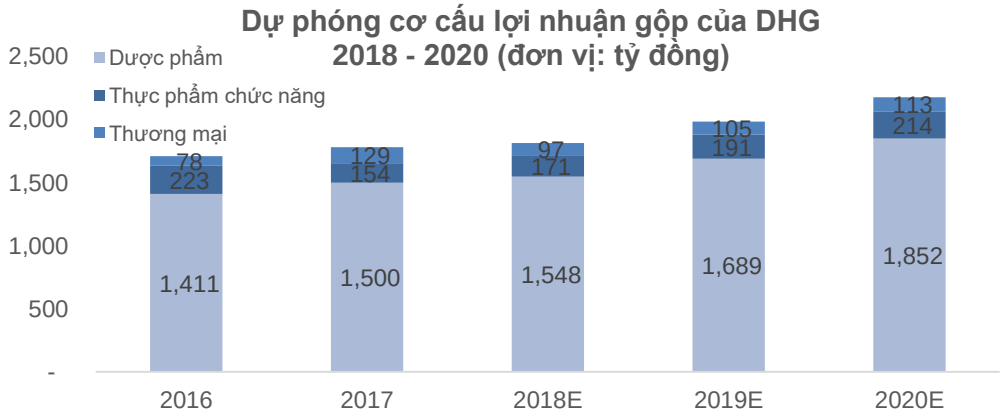
Trước triển vọng tích cực xen lẫn thách thức như vậy, kết quả kinh doanh mảng TPCN của DHG trong nửa đầu 2018 chưa thực sự tốt khi doanh thu và lợi nhuận gộp giảm mạnh gần -20%. Dù ban lãnh đạo DHG đưa ra kế hoạch R&D sản phẩm TPCN, dược mỹ phẩm chất lượng cao mới, cộng với việc hợp tác với Vinamilk để cho ra đời các sản phẩm tốt cho sức khỏe, song những kế hoạch này có tiến độ còn tương đối chậm so với sự phát triển và cạnh tranh khốc liệt từ các tay chơi khác.

Do đó, chúng tôi dự phóng thị phần và biên lợi nhuận gộp của DHG trong mảng TPCN tiếp tục đi ngang, khó có thể có đột biến trong 1-2 năm tới. Ngoài ra, vì phải tái cơ cấu/sáp nhập chi nhánh vào công ty mẹ, cắt giảm các hợp đồng thương mại nội bộ để đáp ứng yêu cầu nới room ngoại lên 100% trong Q2-2018 vừa qua, chúng tôi kỳ vọng mảng thương mại – bán buôn của DHG có doanh thu tăng trưởng ổn định 8% CAGR, biên lợi nhuận gộp sẽ ổn định như giai đoạn 1H2018 và chiếm tỷ trọng tương đối nhỏ trong tổng lợi nhuận gộp của DHG:

Đơn vị: tỷ đồng	**2016**	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
Doanh thu TPCN	**384**	**378**	**421**	**470**	**526**
% tăng trưởng		*-1.6%*	*11.3%*	*11.7%*	*11.9%*
Biên LN gộp TPCN	58.1%	40.7%	40.6%	40.6%	40.6%
Doanh thu thương mại	**315**	**340**	**367**	**396**	**428**
% tăng trưởng		*7.9%*	*7.9%*	*7.9%*	*7.9%*
Biên LN gộp thương mại	24.8%	37.9%	26.4%	26.4%	26.4%
LN gộp TPCN & thương mại	**301**	**283**	**268**	**296**	**327**

3.3 Dự phóng cơ cấu lợi nhuận gộp của DHG 2018 - 2020

Trên quan điểm của chúng tôi, trong giai đoạn 2018 – 2020, phần lớn lợi nhuận và tăng trưởng của DHG vẫn sẽ được đóng góp chủ yếu bởi mảng Dược phẩm truyền thống nhờ việc giữ vững thị phần thông qua hệ thống phân phối và đội ngũ bán hàng số 1 của DHG. Trong khi đó, mảng thực phẩm chức năng và thương mại chỉ đi ngang hoặc tăng nhẹ, dẫn đến việc chiếm tỷ trọng khá nhỏ trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp của công ty:



Đến 2020, chúng tôi dự phóng phần đóng góp vào lợi nhuận gộp của 3 mảng: Dược phẩm, thực phẩm chức năng và thương mại vào tổng lợi nhuận gộp của DHG lần lượt là 85%, 10% và 5%.

4. Định giá

Sau khi cân nhắc mức định giá P/E của các doanh nghiệp Dược phẩm nội địa, trong khu vực ASEAN và khu vực châu Á, chúng tôi quyết định không sử dụng phương pháp định giá P/E so sánh với các doanh nghiệp cùng ngành mà dùng tỷ lệ P/E lịch sử 3 năm gần nhất của DHG vì:

- Thứ nhất, các doanh nghiệp Dược lớn nhất của châu Á (Ấn Độ, Trung Quốc), hay của ASEAN, có quy mô xuất khẩu toàn cầu, và đạt trình độ R&D cao hơn hẳn DHG nên xứng đáng có được mức P/E cao hơn nhờ vào tiềm năng tăng trưởng khổng lồ. Nhóm này có mức P/E trung bình từ 22x – 28x.

Mã cổ phiếu	Quốc gia	Tên công ty	Vốn hóa (triệu USD)	Tỷ lệ P/E
1177 HK Equity	HONG KONG	Sino Biopharmaceutical Ltd	12,076	33.2
600332 CH Equity	CHINA	Guangzhou Baiyunshan Pharmaceutical	7,679	15.7
CIPLA IN Equity	INDIA	Cipla Ltd/India	7,331	37.4
CDH IN Equity	INDIA	Cadila Healthcare Ltd	5,798	23.3
GNP IN Equity	INDIA	Glenmark Pharmaceuticals Ltd	2,634	24.5
Bình quân gia quyền theo vốn hóa				**28.0**

Mã cổ phiếu	Quốc gia	Tên công ty	Vốn hóa (triệu USD)	Tỷ lệ P/E
KLBF IJ Equity	INDONESIA	Kalbe Farma Tbk PT	3,799	23.4
SQUARE BD Equity	BANGLADESH	Square Pharmaceuticals Ltd	2,396	18.9
MEGA TB Equity	THAILAND	Mega Lifesciences PCL	943	26.4
BXPHAR BD Equity	BANGLADESH	Beximco Pharmaceuticals	425	16.0
APEX MK Equity	MALAYSIA	Apex Healthcare Bhd	212	17.2
Bình quân gia quyền theo vốn hóa				**21.8**

- Thứ hai, các doanh nghiệp Dược nội địa có quy mô nhỏ hơn từ 50% đến 70% so với DHG xét về doanh thu, kênh phân phối cũng như cân nhắc việc DHG đã nới room ngoại 100% và có cổ đông chiến lược Taisho Pharmaceutical Ltd. rất mong muốn được nâng tỷ lệ sở hữu. Nhóm nội địa có P/E trung bình 17x.

Mã cổ phiếu	Quốc gia	Tên công ty	Vốn hóa (triệu USD)	Tỷ lệ P/E
PME VN Equity	VIETNAM	Pymepharco JSC	226	16.2
TRA VN Equity	VIETNAM	Traphaco JSC	128	15.8
DMC VN Equity	VIETNAM	Domesco Medical Import Export JSC	120	13.4
IMP VN Equity	VIETNAM	Imexpharm Pharmaceutical JSC	111	25.7
DBD VN Equity	VIETNAM	Binh Dinh Pharmaceutical JSC	84	13.2
Bình quân gia quyền theo vốn hóa				**16.8**

Vì lí do đó, chúng tôi quyết định sử dụng mức P/E trung bình lịch sử 3 năm gần nhất của DHG là 19.9 lần và EPS forward 2019 là 4,829 đồng, dẫn đến mức giá mục tiêu cuối 2019 của DHG là **95,900đ/cp**. Tổng mức sinh lời là -2.1% so với mức giá đóng cửa 101,000 đồng cuối phiên 27/09/2018, bao gồm 3,000đ cổ tức tiền mặt.

Mặc dù trong ngắn hạn, giá cổ phiếu DHG có thể tăng mạnh do cổ đông chiến lược Taisho Pharmaceutical Ltd. buộc phải mua trên sàn để gia tăng tỷ lệ sở hữu sau khi công ty nới room ngoại lên mức 100%. Tuy nhiên bức tranh chuyển dịch cơ cấu ngành và động thái đối phó chưa thực sự nhanh nhạy của DHG có thể gây thiệt hại cho tăng trưởng trong dài hạn. **Khuyến nghị TRUNG LẬP.**

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH DHG	Vốn hóa: 13,205 tỷ VND			
Đvị: Tỷ đồng	**2016**	**2017**	**2018E**	**2019E**
Doanh thu thuần	3,783	4,063	4,248	4,642
Tăng trưởng (%)	*4.9%*	*7.4%*	*4.5%*	*9.3%*
GVHB	2,070	2,280	2,432	2,657
Biên LN gộp (%)	*45.3%*	*43.9%*	*42.7%*	*42.8%*
Chi phí BH & QLDN	929	1,050	1,087	1,188
EBITDA	878	825	835	917
Biên lợi nhuận (%)	*23.2%*	*20.3%*	*19.6%*	*19.7%*
Khấu hao	94	92	106	120
Lợi nhuận từ HĐKD	784	733	729	797
Biên LN HĐKD (%)	*20.7%*	*18.0%*	*17.2%*	*17.2%*
Chi phí lãi vay ròng	-45	-64	-59	-73
% so với nợ ròng	*5.6%*	*6.5%*	*5.2%*	*5.5%*
Khả năng trả lãi vay(x)	-17	-11	-12	-11
Lãi/lỗ khác	-73	-78	-77	-84
Thuế	68	77	76	84
Thuế suất hiệu dụng (%)	*9.0%*	*10.7%*	*10.7%*	*10.7%*
Lợi nhuận ròng	689	642	634	702
Biên lợi nhuận (%)	*18.2%*	*15.8%*	*14.9%*	*15.1%*
LN cho công ty mẹ	686	642	634	702
Số lượng CP (triệu)	87	131	131	131
EPS hiệu chỉnh (VND)	4,720	4,422	4,366	4,829
Tăng EPS (%)	*16.5%*	*-6.3%*	*-1.3%*	*10.6%*
Cổ tức (VND)	3,500	3,300	3,000	3,000

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN

EBIT = EBITDA – Khấu hao

Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi

Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác

Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019E
Vòng quay phải thu (x)	5.7	5.4	5.4	5.4
Vòng quay HTK (x)	2.9	3.2	3.2	3.2
Vòng quay phải trả (x)	3.2	2.9	2.9	2.9
Thay đổi vốn lưu động	2	76	-108	64
Capex	136	63	138	138
Dòng tiền khác	44	100	73	73
Dòng tiền tự do	600	495	637	545
Phát hành cp	0	0	0	0
Cổ tức	306	437	392	392
Thay đổi nợ ròng	-295	-58	-244	-153
Nợ ròng cuối năm	-952	-1,011	-1,255	-1,408
Giá trị doanh nghiệp (EV)	14,192	14,228	14,472	14,625
Tổng VCSH	2,870	2,759	2,938	3,177
Lợi ích cổ đông thiểu số	34	12	12	12
VCSH	2,836	2,747	2,926	3,165
Giá trị sổ sách/cp (VND)	32,532	21,013	22,379	24,208
Nợ ròng / VCSH (%)	-33%	-37%	-43%	-44%
Nợ ròng / EBITDA (x)	-1.1	-1.2	-1.5	-1.5
Tổng tài sản	3,945	4,087	4,329	4,486

Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018E	2019E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	26%	23%	22%	23%
ROA (%)	17%	16%	15%	16%
ROIC (%)	35%	32%	34%	37%
WACC (%)	15%	15%	15%	15%
PER (x)	21.4	22.8	23.1	20.9
PBR (x)	3.1	4.8	4.5	4.2
PSR (x)	3.5	3.3	3.1	2.8
EV/EBITDA (x)	16.2	17.3	17.3	16.0

Liên hệ:

Trụ sở chính HCM
Tầng 3, Maritime Bank Tower
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM
Tel: (+84 28) 3914 8585
Fax: (+84 28) 3821 6898

Chi nhánh Hà Nội
Tầng 6, CTM Tower
299 Cầu Giấy, Q. Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3974 4448
Fax: (+84 4) 3974 4501

Phòng Khách hàng Định chế

Lâm Hạnh Uyên
Trưởng phòng Quản lý Khách hàng
Tổ chức
(+84 28) 3914 8585 (x1444)
uyen.lh@kisvn.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đội lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS.