



## Công ty Cổ phần Dược Hậu Giang (DHG – HSX)

### Kỳ vọng ở năm 2017

- Trong khi Hapacol giúp đảm bảo tăng trưởng doanh thu, thực phẩm chức năng có thể là “con chủ bài mới” trong các năm tới
- Đóng góp từ nhân tố mới, nhà đầu tư chiến lược Taisho
- Ưu đãi thuế lớn từ năm 2017 giúp tăng lợi ích cổ đông

### Quan điểm và Định giá:

DHG là nhà sản xuất và phân phối thuốc lớn nhất trong số các DN niêm yết. Trong bối cảnh các sản phẩm tân dược nội không cho thấy sự khác biệt, DHG đang tập trung nguồn lực để quảng bá các sản phẩm thực phẩm chức năng (TPCN) có nguồn gốc từ thiên nhiên. Khi mà thói quen sử dụng TPCN tại Việt Nam ngày càng phổ biến, cùng với đó là sự gia tăng của các bệnh không lây nhiễm (gan mật, tiêu mạch, tiểu đường...), chúng tôi cho rằng danh mục sản phẩm DHG đang xây dựng sẽ được hưởng lợi từ xu hướng này. Sự hợp tác chiến lược với Taisho, một công ty dược phẩm hàng đầu của Nhật, hứa hẹn sẽ hỗ trợ DHG trong hướng đi này, bên cạnh việc giúp gia tăng đáng kể doanh thu phân phối bắt đầu từ 2017. Trong 2017, công ty tiếp tục được hưởng lợi từ ưu đãi thuế tại các nhà máy mới; ước tính thuế TNDN sẽ giảm còn 4% từ mức 8,3% năm 2016.

So với các doanh nghiệp dược niêm yết trên sàn, DHG có vị thế là công ty đầu ngành cả về quy mô, hệ thống phân phối, biên lợi nhuận gộp (trên 40%) và tỷ suất sinh lợi ROE (trên 20%) hàng năm. Chúng tôi cũng đánh giá rất cao DHG ở sự cầu tiến khi công ty thường xuyên nỗ lực hoàn thiện hệ thống bán hàng và quản lý của mình. Tuy nhiên DHG hiện đang được giao dịch ở mức P/E thấp hơn đáng kể so với các công ty dược trong nước và trong khu vực. Xem xét các mức P/E lịch sử của DHG, đồng thời cân nhắc những điểm mạnh của công ty đặc biệt là sự xuất hiện của nhà đầu tư chiến lược Taisho, chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** cổ phiếu DHG với mức giá mục tiêu **DÀI HẠN** là **119.000 đồng**. Tại mức giá này, P/E 2017 của công ty vào khoảng 16 lần, mức mà DHG đã từng được giao dịch trong quá khứ.

### Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2014	FY2015	FY2016E	FY2017F
Doanh thu thuần	3.912,5	3.607,8	3.717,2	4.184,2
% tăng trưởng	10,9%	-7,8%	3,0%	7,0%
Lợi nhuận sau thuế	533,3	588,7	661,4	746,1
% tăng trưởng	-9,5%	10,4%	12,4%	12,8%
Tỷ suất LNST (%)	13,6%	16,3%	17,8%	17,8%
ROA (%)	16,3%	17,2%	18,4%	18,5%
ROE (%)	25,0%	24,6%	24,9%	24,8%
EPS (VND)	6.119	5.748	6.640	7.489
EPS điều chỉnh	5.168	5.741	6.640	7.489
Giá trị sổ sách (VND)	26.121	28.692	32.254	36.675
Cổ tức tiền mặt (VND)	3.000	3.500	3.000	3.000
P/E (x)	15,7	11,6	14,8	13,2
P/BV (x)	3,7	2,3	3,1	2,7

Nguồn: Báo cáo tài chính DHG Rông Việt tổng hợp và ước tính, \*Tính theo giá cổ phiếu tại ngày 28/11/2016

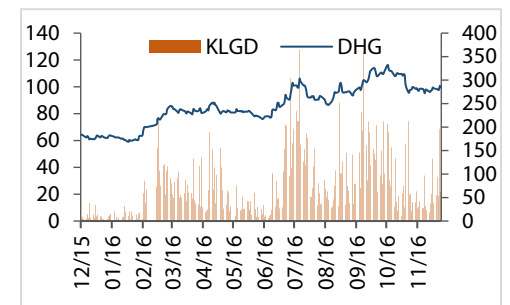
Vui lòng xem những công bố thông tin quan trọng ở phần cuối báo cáo này

## TÍCH LŨY

Giá thị trường (VND)	98.500
Giá mục tiêu (VND)	119.000
Thời gian đầu tư	Dài hạn

### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Dược phẩm
Vốn hóa (tỷ đồng)	8.586
SLCPDLH	87.164.000
Beta	0,6
Free Float (%)	32
Giá cao nhất 52 tuần	116.300
Giá thấp nhất 52 tuần	61.500
KLGD bình quân 20 phiên (cp)	59.867



### Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
DHG	2	53	30
VNIndex	0	16	30
VN30 Index	-4	8	10

### Cổ đông lớn (%)

SCIC	43,31
Taisho Pharmaceutical Company	24,44
FTIF – Templeton Frontier Markets Fund	1,65
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	49,00

### Nguyễn Đức Hiếu

(084) 08- 6299 2006 – Ext: 1514

Hieu.nd@vpsc.com.vn

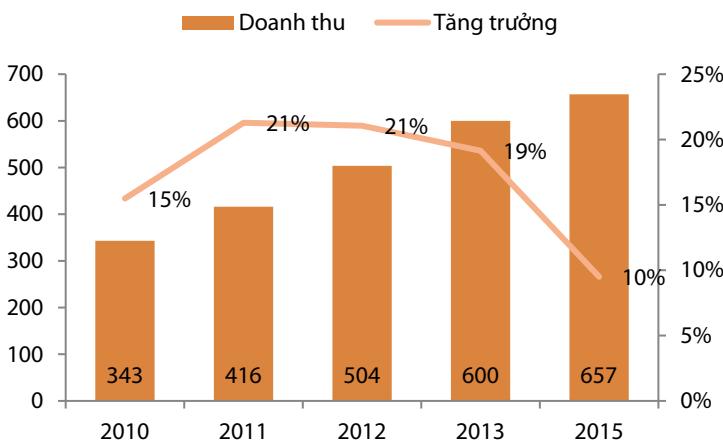
**Động lực tăng trưởng từ Hapacol và các dòng thực phẩm chức năng**

**Thuốc tân dược - Hapacol vẫn là sản phẩm mũi nhọn**



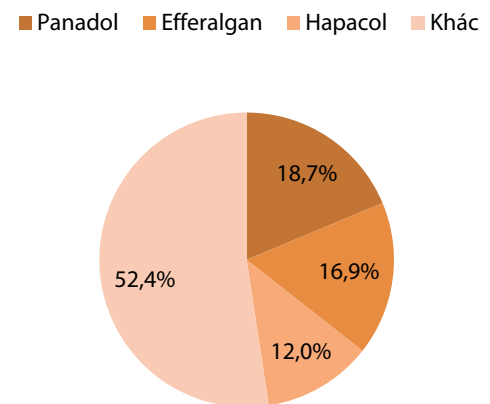
Thuốc có hoạt chất paracetamol có 2 mục đích là giảm đau và hạ sốt (đặc biệt là hạ sốt cho trẻ em vì độ lành tính so với kháng sinh). Do công dụng hết sức phổ thông, nhu cầu về sản phẩm hoạt chất paracetamol này rất lớn, và đây cũng là một trong những sản phẩm tân dược mà bất cứ công ty dược phẩm nào cũng có trong danh mục thuốc của mình. So với các sản phẩm nội khác, lợi thế của Hapacol là độ phủ sóng thương hiệu cao hơn, đặc biệt là Hapacol dành cho trẻ em nhờ số lượng mẫu mã đa dạng (khoảng 30 số đăng ký), thiết kế bao bì bắt mắt và hệ thống phân phối rộng khắp. Theo báo cáo của Euromonitor, Hapacol chiếm tới 12% thị phần thuốc giảm đau trong năm 2015, chỉ sau 2 nhãn hiệu ngoại là Panadol và Efferalgan, vốn có độ phủ thương hiệu vượt trội so với phần còn lại trên thị trường. Dựa trên dự phóng của Euromonitor, BMI, và tình hình thị trường, **chúng tôi đánh giá Hapacol sẽ duy trì tăng trưởng trung bình khoảng 10% trong giai đoạn 2016-2020, tương đương mỗi năm tăng khoảng 70-80 tỷ đồng, và tiếp tục là nhãn hàng đóng góp lớn nhất vào doanh thu của DHG (khoảng 23%)**. Công ty hiện đang cân nhắc việc nâng cấp dây chuyền sản xuất thuốc sủi Hapacol lên chuẩn PIC/S, thay vì xây dựng mới hoàn toàn như kế hoạch ban đầu để tiết kiệm thời gian và chi phí.

**Hình 1: Doanh thu Hapacol giai đoạn 2009-2015 (tỷ đồng)**



Nguồn: Báo cáo thường niên DHG

**Hình 2: Thị phần các sản phẩm Paracetamol năm 2015**

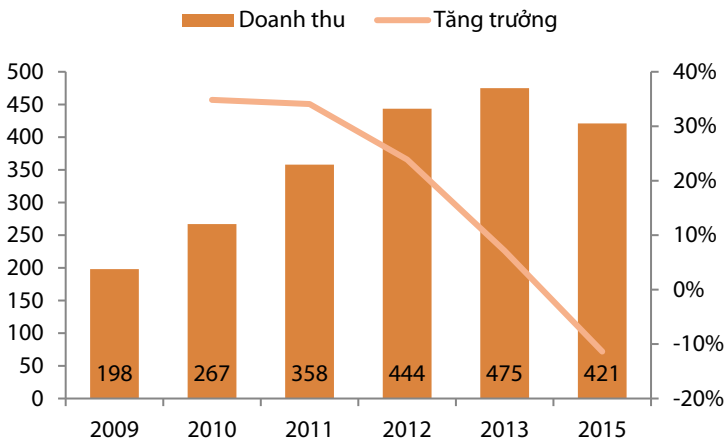


Nguồn: Báo cáo Euromonitor

Trong khi đó, 2 sản phẩm kháng sinh của DHG là Klamentin (hoạt chất Amoxicillin+Acid Clavulanic) và Haginat (hoạt chất Cefuroxim) không cho thấy sự khác biệt đáng kể đối với các sản phẩm cùng loại trên thị trường. Sau hơn 10 năm được khai thác, 2 sản phẩm này đã có dấu hiệu tăng trưởng chững lại. Các công ty dự báo thị trường như BMI hay Euromonitor cũng cho rằng tăng trưởng của dòng thuốc kháng

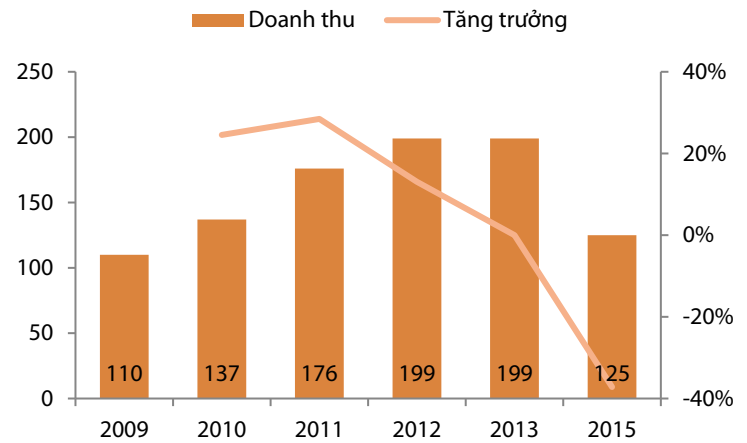
sinh sẽ chỉ đạt mức tăng trưởng một con số trong giai đoạn 2016-2020. Trong 9 tháng đầu năm 2016, doanh thu Klamentin và Haginat lần lượt tăng 37% và 28% so với cùng kỳ, nhưng chủ yếu là do doanh thu 2015 ở mức thấp so với thông thường. Dù DHG tỏ ra lạc quan về nhu cầu kháng sinh trong những năm tới, chúng tôi cho rằng cạnh tranh vẫn là nỗi lo hiện hữu và giả định tăng trưởng dòng kháng sinh của DHG sẽ chỉ ở mức tương đương với trung bình ngành, và chủ yếu đóng vai trò mang lại nguồn doanh thu ổn định trong những năm tới.

**Hình 3: Doanh thu Klamentin giai đoạn 2009-2015 (tỷ đồng)**



Nguồn: Báo cáo thường niên DHG

**Hình 4: Doanh thu Haginat giai đoạn 2009-2015 (tỷ đồng)**



Nguồn: Báo cáo thường niên DHG

**Thực phẩm chức năng - Tập trung cho Naturenz, NattoEnzym và Spivital**

Trong bối cảnh các sản phẩm thuốc tân dược nội trên thị trường có quá nhiều sự tương đồng, chiến lược của DHG là **tập trung phát triển các sản phẩm có nguồn gốc thiên nhiên, thông qua việc hợp tác với viện công nghệ sinh học**. Khi mà R&D không phải là thế mạnh của các công ty dược trong nước, chúng tôi cho rằng đây là hướng đi đúng đắn và có thể tạo ra sự khác biệt cho Dược Hậu Giang trong những năm tới. Tuy nhiên, theo tìm hiểu của chúng tôi, quá trình từ lúc một đề án của viện công nghệ được triển khai, thử nghiệm và áp dụng vào thực tế mất ít nhất khoảng 3 năm. Lấy đơn cử là sản phẩm Naturenz, vốn là để tài nghiên cứu nhiều năm của viện công nghệ sinh học, trước khi được DHG mua lại và thương mại hóa vào năm 2009. Do vậy, việc phát triển các sản phẩm mới có tầm vóc như Naturenz vẫn còn là một câu chuyện trong dài hạn.



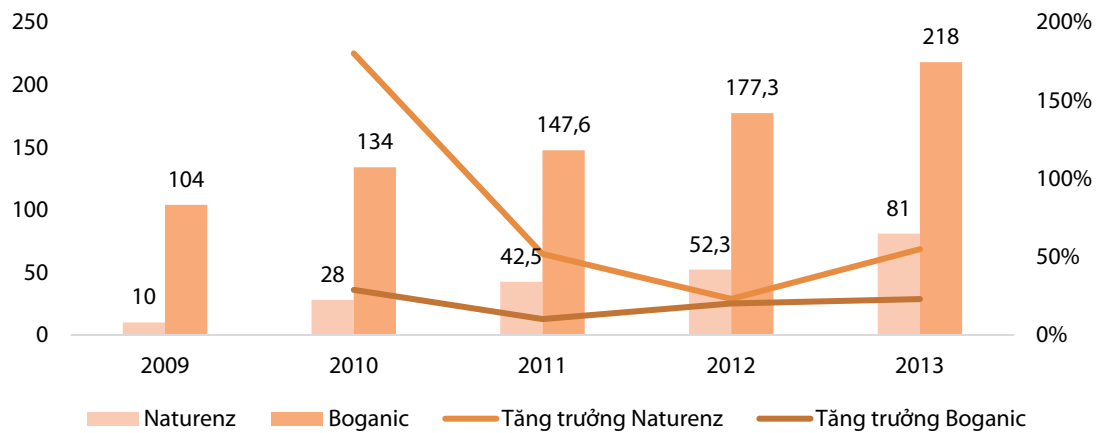
Với việc đời sống của người dân được cải thiện, số người mắc các bệnh truyền nhiễm thông thường có xu hướng giảm đi, thay vào đó là sự gia tăng của các căn bệnh tim mạch, gan mật, tiểu đường... thì nhu cầu cho các sản phẩm hỗ trợ, điều trị các bệnh này cũng tăng theo. 2 sản phẩm mà DHG đang tập trung



nguồn lực phát triển là Naturenz (gan) và NattoEnzym (tim mạch). Trong đó, chúng tôi đánh giá Naturenz vẫn sẽ tiếp tục là sản phẩm chủ lực của DHG. Bắt đầu đóng góp doanh thu từ 2009 khiêm tốn chỉ khoảng 10 tỷ đồng, đến 2014 Naturenz đã đạt mức doanh thu gần 100 tỷ. Trong thời gian gần đây, chiến lược marketing cho sản phẩm này cũng được thực hiện rất bài bản, từ quảng cáo trên truyền hình, xây dựng trang web [benhviengan.vn](http://benhviengan.vn) với giao diện bắt mắt, cho đến trang thông tin facebook với hơn 80 ngàn tài khoản theo dõi.

Cạnh tranh với Naturenz là thuốc bổ gan Boganic của Traphaco (TRA), một sản phẩm dẫn đầu thị phần nhiều năm trong phân khúc này. Có mặt trên thị trường từ đầu những năm 2000, đến 2009 doanh thu Boganic mới cán mốc 100 tỷ. Tuy nhiên, chỉ mất 5 năm tiếp theo để doanh thu của Boganic tăng thêm 100 tỷ nữa, CAGR 2009-2013: 16%. Trong cùng khoảng thời gian, doanh thu của sản phẩm Naturenz cũng tăng trưởng mạnh (CAGR 2009-2013: 52%). Điều này cho thấy nhu cầu của đối với các sản phẩm hỗ trợ, điều trị gan tăng lên rất nhiều trong những năm gần đây, hệ quả từ việc sử dụng rượu bia nhiều, chế độ ăn uống, làm việc không điều độ (điều ngày càng phổ biến trong cuộc sống hiện đại). Với giả định vòng đời phát triển của 2 sản phẩm này là như nhau (dựa trên độ lan tỏa của thương hiệu, và hệ thống phân phối thuộc hàng nhất nhì của DHG và TRA), **chúng tôi dự phóng CAGR của Naturenz cho giai đoạn 2016-2020 là 18%.**

**Hình 5: Doanh thu Naturenz và Boganic giai đoạn 2009-2013 (tỷ đồng)**

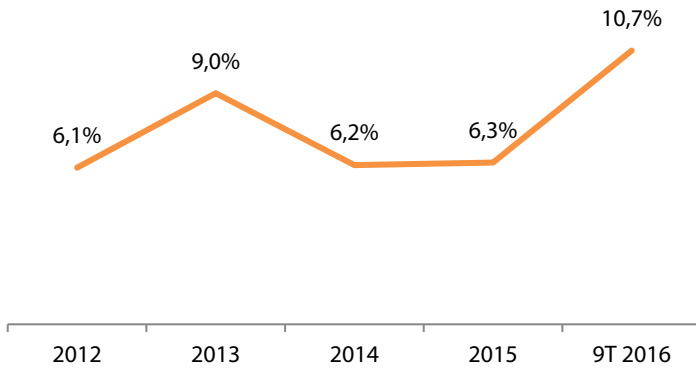


Nguồn: RongViet Research tổng hợp và ước tính

Sau Naturenz và NattoEnzym, DHG dự định sẽ tiếp tục tiến hành quảng bá các sản phẩm bổ sung dinh dưỡng có nguồn gốc từ tảo Spirulina là Spivital hay mới đây nhất là sản phẩm Si-rô bổ sung protein Minpi (hiện đang được bán thử nghiệm). So với Naturenz, Spivital dù được thương mại hóa ở thời điểm tương tự nhưng tăng trưởng doanh thu khiêm tốn hơn. Nguyên nhân là (1) nhu cầu cho sản phẩm về gan là cao hơn, và (2) nhận thức về tác dụng của loại tảo này là chưa cao, nên sản phẩm chưa quen thuộc với người dùng như các sản phẩm dinh dưỡng phổ thông khác của DHG là Bocalex (Vitamin tổng hợp) và Bipp C (Vitamin C). Tuy nhiên, trong vài năm tới, khi nhu cầu về các TPCN bổ sung dinh dưỡng tăng lên và quá trình quảng bá được thực hiện bài bản như Naturenz, doanh thu của sản phẩm này có khả năng sẽ tăng trưởng tốt hơn.

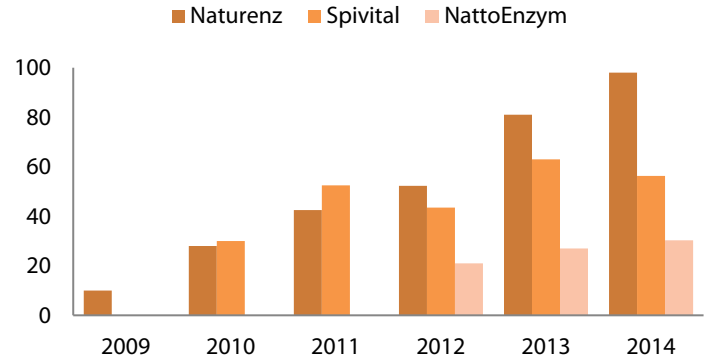
Nhìn chung, chúng tôi đánh giá cao triển vọng tăng trưởng nhóm TPCN của DHG khi mà tiêu dùng TPCN tại Việt Nam vẫn đang theo xu hướng tăng. Rủi ro vẫn có thể đến từ cạnh tranh không lành mạnh của các TPCN kém chất lượng khi mà hiện tại thị trường TPCN còn đang rất lộn xộn. Tuy nhiên về dài hạn, định hướng của cục an toàn thực phẩm bắt buộc các doanh nghiệp sản xuất TPCN triển khai GMP TPCN (GMP-HS) vào 2021, hay có thể sớm hơn (2017-2018) sẽ là thuận lợi cho những TPCN chất lượng như của DHG. Công ty đặt mục tiêu doanh thu từ TPCN đến năm 2020 đạt 800 tỷ, chiếm 12% doanh thu. Hiện tại, doanh thu TPCN của DHG trong 9T 2016 đạt 278 tỷ, chỉ mới chiếm 10,7% doanh thu.

**Hình 6: Tỷ trọng TPCN trong doanh thu DHG**



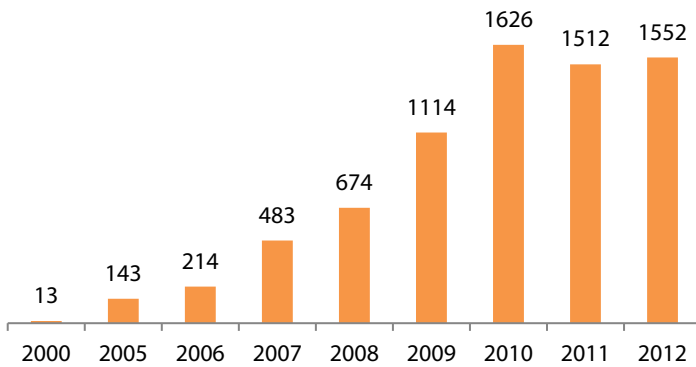
Nguồn: Báo cáo thường niên DHG

**Hình 7: Doanh thu Naturenz, Spivital và NattoEnzym 2009-2014 (tỷ đồng)**



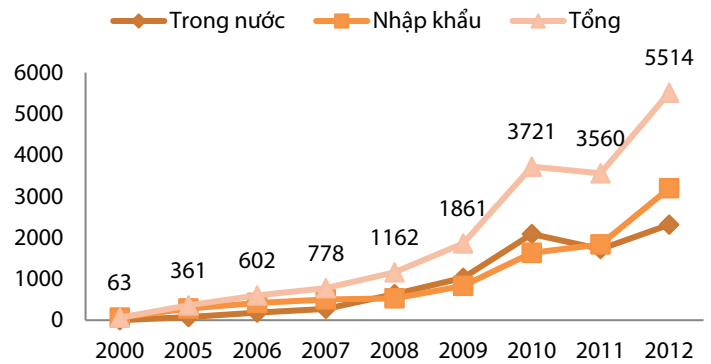
Nguồn: Báo cáo thường niên DHG và RongViet Research ước tính

**Hình 8: Số cơ sở sản xuất kinh doanh TPCN 2000-2012**



Nguồn: Hiệp hội TPCN Việt Nam

**Hình 9: Số lượng sản phẩm TPCN 2000-2012**



Nguồn: Hiệp hội TPCN Việt Nam

Về xu hướng chung, tỷ trọng đóng góp doanh thu của sản phẩm kháng sinh đã giảm dần từ 45% năm 2008 xuống còn khoảng 40% trong năm 2016, và dự kiến sẽ tiếp tục giảm xuống 38,5% vào năm 2020. Thay vào đó sẽ là sự tăng lên của các dòng thuốc dinh dưỡng, tim mạch, và gan mật. DHG đặt ra mục tiêu đến 2020 có một nhãn hàng đạt doanh thu 1.000 tỷ và năm nhãn hàng đạt doanh thu trên 100 tỷ. **Mục tiêu này dựa trên các sản phẩm thuốc Hapacol, Klamentin, Haginat, Apitim, và thực phẩm chức năng Naturenz và NattoEnzym.**

**Bảng 1: Cơ cấu các dòng sản phẩm trong tổng doanh thu (%)**

Dòng SP	2008	2010	2013	2015	2016E	2017F	2020F
Kháng sinh	45,5	43,0	41,0	39,4	40,0	40,4	38,5
Giảm đau hạ sốt	13,9	14,7	20,1	24,0	24,4	24,2	24,4
Tim mạch - Tiểu đường	2,2	2,6	5,0	5,0	6,1	6,4	7,1
Dinh dưỡng	10,5	10,0	8,7	6,4	5,8	5,5	6,0
Gan mật			3,8	3,3	4,6	5,2	7,2
Tiêu hóa (*)	7,0	6,9	5,0	5,0	4,7	4,6	4,3
Mắt - Thần kinh	1,2	3,5	4,0	4,5	3,0	2,9	2,8
Hô hấp	14,1	15,1	5,4	5,1	4,6	4,4	3,9
Cơ xương khớp	2,1	2,2	4,9	4,8	4,3	4,1	3,5
Chăm sóc da	2,4	2,1	2,1	2,5	2,4	2,4	2,4

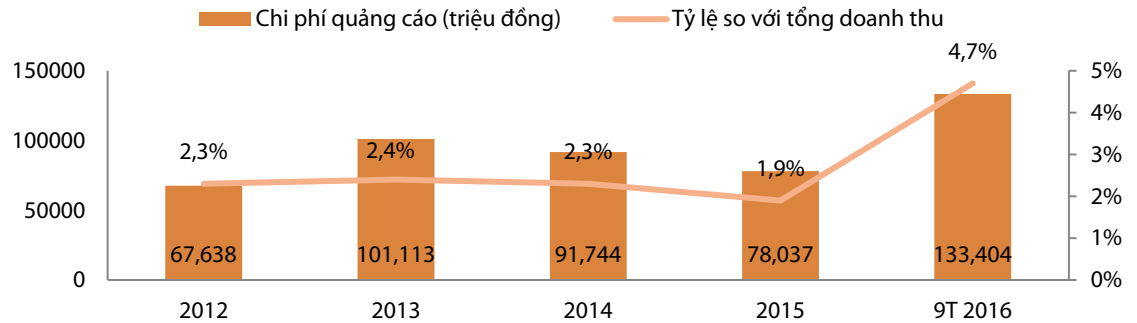
Nguồn: Rongviet Research tổng hợp và dự phóng (\*) Dòng tiêu hóa và gan mật được gộp chung từ 2010 trở về trước



**Thay đổi cách tiếp cận bán hàng và marketing**

Chi phí bán hàng trong 9T 2016 là 441,7 tỷ, tăng 44,5% so với cùng kỳ, trong đó đóng góp chủ yếu là chi phí quảng cáo 133,4 tỷ (+119% PoP) và chi phí lương, thưởng cho đội ngũ bán hàng 197,8 tỷ (+30% PoP). Điều này chủ yếu là do chi phí trong năm so sánh 2015 thấp, nhưng nếu so với cả các năm trước đó thì chi phí marketing vẫn cho thấy mức tăng lớn. Nhìn chung, chúng tôi nhận thấy có những thay đổi đáng kể trong cách thực hiện marketing tại DHG trong 2016. Số lượng các nhãn hàng được đầu tư thương hiệu được điều chỉnh giảm từ 12 xuống còn 9, chi phí bỏ ra nhiều hơn và tập trung mạnh vào 3 sản phẩm mũi nhọn Hapacol, Naturenz và NattoEnzym, thay vì dàn trải như trước. **Chiến lược này tỏ ra hiệu quả khi mà doanh số của các sản phẩm này trong 9 tháng đầu năm 2016 đều tăng trưởng ấn tượng so với cùng kỳ: Hapacol tăng 12%, Naturenz tăng 83%, còn NattoEnzym tăng 122%.**

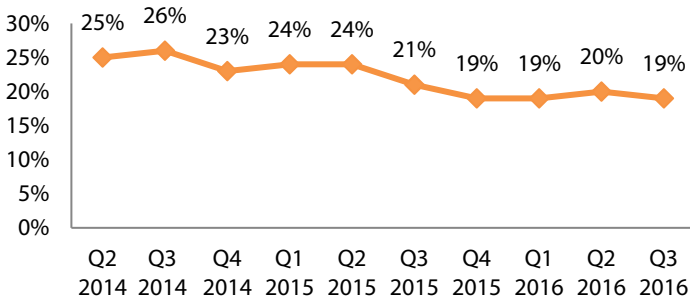
**Hình 10: Chi phí quảng cáo tăng mạnh trong năm 2016**



Nguồn: Báo cáo tài chính DHG

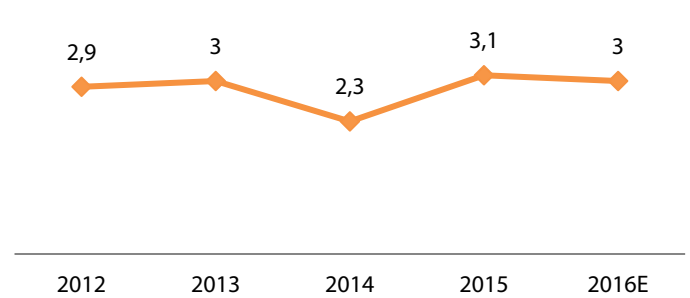
Việc đẩy mạnh bán hàng cuối 2014 vượt quá khả năng hấp thụ của các khách hàng lớn khiến cho tồn kho tăng cao và doanh thu bị ảnh hưởng trong 2015. DHG đã cơ cấu lại chiến lược bán hàng theo hướng tập trung nhiều hơn vào các khách hàng nhỏ thay vì chỉ chú trọng vào các khách hàng lớn. Chính sách chăm sóc cũng dành nhiều ưu đãi hơn cho các khách hàng nhỏ nhưng có tiềm năng tăng trưởng. Điều này cho phép lượng hàng của công ty được hấp thụ tốt hơn, không bị tồn kho quá nhiều.

**Hình 11: Tỷ trọng HTK/tổng tài sản giảm dần qua các quý**



Nguồn: Báo cáo tài chính DHG

**Hình 12: Vòng quay HTK (lần) cải thiện**

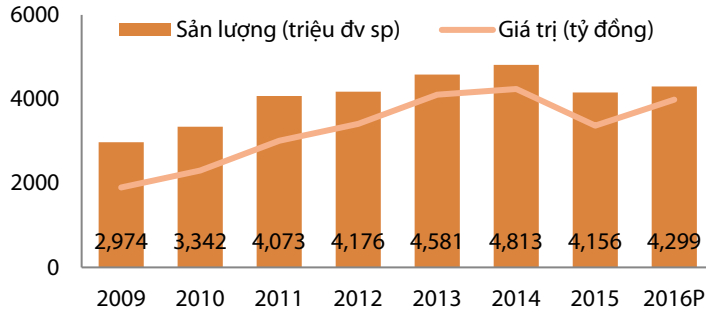


Nguồn: Báo cáo tài chính DHG

**Ưu đãi thuế tại nhà máy mới giúp con số tăng trưởng LNST2016 tăng cao hơn so với LNNT**

LNNT lũy kế 3 quý đạt 513,4 tỷ, chỉ tăng 0,3% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, nhờ ưu đãi thuế từ các nhà máy mới (0% trong 4 năm đầu bắt đầu từ 2015, 5% trong 9 năm tiếp theo, và 10% trong 2 năm cuối) nên LNST 3 quý vẫn tăng trưởng 10,5%, đạt 470,6 tỷ đồng. Trong 3 quý 2016, tổng số tiền ưu đãi thuế của DHG là 58,2 tỷ đồng. Dựa trên việc DHG đã chuyển khoảng 3,3 tỷ đơn vị sản phẩm sang sản xuất ở nhà máy mới, chúng tôi ước tính đóng góp LNNT của nhà máy mới là khoảng 57%, giúp tiết kiệm khoảng 84 tỷ đồng thuế cho cả năm 2016. Dự tính số thuế DHG được hưởng ưu đãi là khoảng 600-650 tỷ giai đoạn 2016-2020.

**Hình 13: Sản lượng và giá trị sản xuất giai đoạn 2009-2015**



Nguồn: Báo cáo thường niên DHG

**Bảng 2: Tính toán thuế suất giai đoạn 2016-2020**

	2016E	2017F	2018F	2019F	2020F
Đóng góp LNNT nhà máy mới	43%	20%	15%	18%	20%
Đóng góp LNNT phần còn lại	57%	80%	85%	82%	80%
Thuế suất tính toán	8,6%	4,0%	3,0%	7,8%	8,0%

Nguồn: Rong Viet Research tổng hợp

**Bảng 3: Danh sách nhà máy của DHG**

Nhà máy	Tiêu chuẩn	Sản xuất	Công suất (tr đv sp)	Vốn đầu tư	Khởi công	Hoàn thành
Phân xưởng 1&5	GMP-WHO	Non-beta	3.600			
Phân xưởng 2&3	GMP-WHO	Beta	650			
Phân xưởng 4	GMP-WHO	Viên nang mềm	400			
Nhà máy mới	GMP-WHO	Non-beta	4.000	454 tỷ	T4/2012	T4/2014
Nhà máy mới	GMP-WHO	Beta	1.000	184 tỷ	T4/2012	T5/2015
Tổng			9.650			

Nguồn: Rongviet Research tổng hợp

### Nhân tố mới 2016 - đối tác chiến lược Taisho

Trong quý 2/2016, Taisho Pharmaceutical, một trong những công ty dược phẩm hàng đầu của Nhật chuyên kinh doanh dược phẩm kênh OTC và các sản phẩm nước tăng lực, đã bỏ ra khoảng 2.600 tỷ đồng để mua 24,5% cổ phiếu của DHG. Trong thời gian tới, DHG sẽ đưa các sản phẩm của Taisho vào bán trong hệ thống của DHG, cũng như được lựa chọn các sản phẩm của Taisho để gia công và sản xuất nhượng quyền sao cho không trùng lặp với các sản phẩm hiện hành của Công ty. **Điều này sẽ góp phần tăng thêm doanh thu cho DHG, dù biên lợi nhuận của hoạt động này không cao bằng kinh doanh hàng do DHG tự sản xuất.** Ví dụ điển hình là hoạt động phân phối cho MSD và Megalife, biên lợi nhuận của DHG thường chỉ dao động từ 5-10%. Mặt khác, DHG sẽ thông qua Taisho để tiếp cận xuất khẩu sang một số thị trường trong khu vực mà Taisho Holding, tập đoàn sở hữu Taisho Pharmaceutical, đang sở hữu nhiều công ty dược khác tại Indonesia, Thái Lan, Malaysia. Taisho cũng sẽ hỗ trợ DHG đào tạo cán bộ và nghiên cứu phát triển khoa học kỹ thuật, đặc biệt là đối với các sản phẩm nguồn gốc từ thiên nhiên. Nhìn chung, Taisho là một đối tác phù hợp với định hướng phát triển trong tương lai của DHG. Việc họ liên tục cử chuyên gia sang làm việc, cũng như theo sát quá trình sản xuất và vận hành các nhà máy mới cho thấy Taisho coi DHG nhiều hơn là một công ty phục vụ cho mục đích bán hàng của mình.

**Liên quan đến việc nâng sở hữu của Taisho tại Dược Hậu Giang.** Trong quá trình xây dựng hệ thống các công ty tại nước ngoài, trước 2000, Taisho Holding mới chỉ chủ yếu xây dựng các nhà máy sản xuất nước tăng lực tại khu vực Đông Nam Á. Nhưng bắt đầu từ 2009, họ bắt đầu đẩy mạnh hoạt động kinh doanh dược phẩm trong khu vực thông qua việc mua lại các công ty sản xuất và phân phối dược phẩm ở các nước sở tại. Trong các thương vụ M&A này, Taisho có xu hướng mua lại toàn bộ công ty (các trường hợp tại Indonesia hay Mexico), hay ít nhất cũng nâng tỷ lệ sở hữu như trường hợp họ tăng vốn đồng thời nâng sở hữu tại Osotspa (Thái Lan) từ 48% lên 60% để phát triển thêm mảng kinh doanh dược phẩm tại công ty này. Do đó, không loại trừ khả năng Taisho sẽ nâng tỷ lệ sở hữu tại DHG, trước mắt là lên mức tối đa 49%.

Trong trường hợp tiến hành nói room, nhiều khả năng DHG cần lựa chọn một hướng đi khác với cách làm của DMC khi mà doanh thu từ việc phân phối hàng cho bên thứ ba của DHG đang chiếm một tỷ trọng tương đối đáng kể. Phương án khả thi có thể là thành lập 2 công ty riêng biệt về sản xuất và phân phối, như đã có lần để cập trong đại hội cổ đông

**Bảng 4: Danh sách các công ty con của Taisho tại nước ngoài**

Công ty con	Địa điểm	Hoạt động kinh doanh	Tỷ lệ sở hữu	Năm thành lập	Cách thức thành lập
Taisho Pharmaceutical (H.K.) Ltd.	Hồng Kông	Kinh doanh nước tăng lực	100%	1983	Thành lập mới
Taisho Pharmaceutical (Taiwan) Co., Ltd.	Đài Loan	Gia công và kinh doanh nước tăng lực và dược phẩm	100%	1984	Thành lập mới
Taisho Pharmaceutical California Inc.	Mỹ	Gia công và kinh doanh nước tăng lực	100%	1988	Thành lập mới
Taisho Pharmaceutical (M) SDN. BHD.	Malaysia	Gia công và kinh doanh nước tăng lực	100%	1990	Thành lập mới
Taisho Pharmaceuticals (Philippines), Inc.	Philippin	Gia công và kinh doanh nước tăng lực và dược phẩm	100%	1992	Thành lập mới
PT. Taisho Indonesia	Indonesia	Gia công và kinh doanh nước tăng lực	100%	1995	Thành lập mới
Osotspa Taisho Co., Ltd (*)	Thái Lan	Kinh doanh nước tăng lực	48%	1996	Liên doanh
Taisho Co., Ltd. Shanghai	Trung Quốc	Gia công và kinh doanh nước tăng lực	100%	1997	Thành lập mới
Taisho Vietnam Co., Ltd.	Việt Nam	Gia công và kinh doanh nước tăng lực	100%	2000	Thành lập mới
Taisho Pharmaceutical R&D Inc.	Mỹ	Phát triển dược phẩm	100%	2001	Thành lập mới
PT. Taisho Pharmaceutical Indonesia Tbk	Indonesia	Gia công và kinh doanh dược phẩm	98%	2009	Mua lại
Taisho Pharmaceutical Singapore Private Limited	Singapore	Nghiên cứu về lĩnh vực kinh doanh dược phẩm tại khu vực ASEAN	100%	2009	Thành lập mới
Hoepharm Holdings Sdn. Bhd.	Malaysia	Quản lý các công ty con trong lĩnh vực dược phẩm của Taisho tại châu Á	100%	2011	Mua lại
Osotspa Taisho Pharmaceutical Co., Ltd (*)	Thái Lan	Kinh doanh thuốc	60%	2012	Tăng vốn
Compañía Internacional de Comercio, S.A.P.I. de C.V.	Mexico	Gia công và kinh doanh dược phẩm	100%	2012	Mua lại
Hau Giang Pharmaceutical	Việt Nam	Gia công và kinh doanh dược phẩm	24,5%	2016	Mua lại

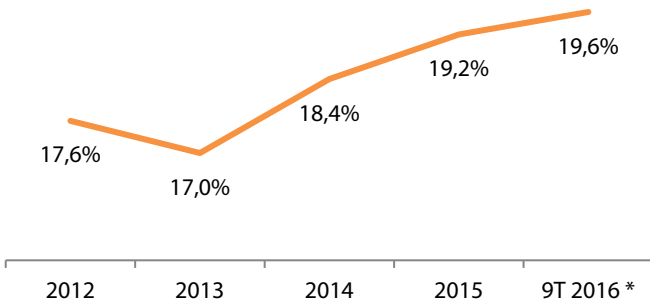
Nguồn: Rongviet Research tổng hợp

### Cập nhật kết quả kinh doanh quý 3 và dự báo kết quả kinh doanh cả năm 2016

Doanh thu thuần của DHG tính riêng trong quý 3 2016 là 917 tỷ, giảm 7,5% so với cùng kỳ. Nguyên nhân là trong Q3 2015, DHG ghi nhận nhiều doanh thu hàng khuyến mãi (ví dụ bán 3 tặng 1), trong khi năm nay không còn do công ty thay đổi chính sách bán hàng theo hướng chiết khấu bằng tiền thay vì bằng hàng hóa. Trong quý 3, DHG chuyển hạch toán khoản doanh thu hoa hồng bán hàng vào doanh thu dịch vụ (nằm trong doanh thu bán hàng), thay vì để ở mục doanh thu khác như trước đây, dẫn đến việc khoản mục thu nhập khác bị âm 13 tỷ. Tính lũy kế 9 tháng, DHG đạt doanh thu 2.608 tỷ (+6%) và LNTT 513 tỷ (+11.6%), hoàn thành 70% kế hoạch về doanh thu và LNTT. Mức biên lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh vẫn đang có xu hướng tăng dần lên, cho thấy công ty kiểm soát chi phí hiệu quả.



**Hình 14: Biên lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh 2012-2016**



Nguồn: Rongviet Research tổng hợp \*loại trừ phần doanh thu chuyển lên từ hoa hồng bán hàng để so sánh tương đồng

**Hình 15: Dự phóng tỷ trọng đóng góp doanh thu các nhãn hàng lớn trong doanh thu hàng SX (Vòng trong 2016, vòng ngoài 2017)**



Nguồn: Rongviet Research tổng hợp và dự phóng

Cho cả năm 2016, nhờ các thay đổi trong chiến lược bán hàng và marketing, doanh số 3 nhãn hàng lớn nhất là Hapacol, Klamentin và Haginat sẽ hồi phục đáng kể từ mức thấp của năm 2015. Trong khi đó, các nhãn hàng đạt mức tăng trưởng mạnh nhất dự kiến là Naturenz, NattoEnzym và Apitim, và sẽ đóng góp lớn hơn vào doanh thu chung. Tổng cộng lại, chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của DHG trong năm 2016 lần lượt là 3.717 tỷ đồng (+3% yoy) và 661 tỷ đồng (+12% yoy). EPS cho năm 2016 sau khi trích quỹ khen thưởng phúc lợi (12%) ước đạt 6.678 đồng.

#### Quan điểm và định giá

DHG là nhà sản xuất và phân phối thuốc lớn nhất trong số các DN niêm yết. Trong bối cảnh các sản phẩm tân dược nội không cho thấy sự khác biệt, DHG đang tập trung nguồn lực để quảng bá các sản phẩm TPCN có nguồn gốc từ thiên nhiên. Khi mà thói quen sử dụng TPCN tại Việt Nam ngày càng phổ biến, cùng với đó là sự gia tăng của các bệnh không lây nhiễm (gan mật, tim mạch, tiểu đường...), chúng tôi cho rằng danh mục sản phẩm DHG đang xây dựng sẽ được hưởng lợi từ xu hướng này. Sự hợp tác chiến lược với Taisho, một công ty dược phẩm hàng đầu của Nhật, hứa hẹn sẽ hỗ trợ DHG trong hướng đi này, bên cạnh việc giúp gia tăng đáng kể doanh thu phân phối bắt đầu từ 2017. Trong 2017, công ty tiếp tục được hưởng lợi từ ưu đãi thuế tại các nhà máy mới; ước tính thuế TNDN sẽ giảm còn 4% từ mức 8,3% năm 2016.

So với các doanh nghiệp dược niêm yết trên sàn, DHG có vị thế là công ty đầu ngành cả về quy mô, hệ thống phân phối, biên lợi nhuận gộp (trên 40%) và tỷ suất sinh lợi ROE (trên 20%) hàng năm. Chúng tôi cũng đánh giá rất cao DHG ở sự cầu tiến khi công ty thường xuyên nỗ lực hoàn thiện hệ thống bán hàng và quản lý của mình. Tuy nhiên DHG hiện đang được giao dịch ở mức P/E thấp hơn đáng kể so với các công ty dược trong nước và trong khu vực. Xem xét các mức P/E lịch sử của DHG, đồng thời cân nhắc những điểm mạnh của công ty đặc biệt là sự xuất hiện của nhà đầu tư chiến lược Taisho, chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** cổ phiếu DHG với mức giá mục tiêu **DÀI HẠN** là 119.000 đồng. Tại mức giá này, P/E 2017 của công ty vào khoảng 16 lần, mức mà DHG đã từng được giao dịch trong quá khứ.

**Hình 16: P/E quá khứ của DHG 2012-2016**



Nguồn: Bloomberg tại ngày 18/11/2016

**Bảng 5: So sánh với các công ty dược trong khu vực**

Tên công ty	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	Doanh thu (triệu USD)	ROE (%)	ROA (%)	Biên LNG (%)	Vòng quay HTK	P/E trượt
<b>Dược Hậu Giang</b>	<b>Việt Nam</b>	<b>375</b>	<b>165</b>	<b>22,9</b>	<b>19,1</b>	<b>46,4</b>	<b>3,1</b>	<b>15,0</b>
Imexpharm	Việt Nam	73	44	8,6	8,0	42,6	2,2	21,2
Traphaco	Việt Nam	175	90	23,3	16,5	52,0	3,7	19,4
Pharmedic	Việt Nam	30	18	30,6	27,7	44,9	3,6	10,5
Domesco	Việt Nam	116	56	21,5	17,8	39,7	2,8	15,5
Dược Cửu Long	Việt Nam	59	31	15,2	10,0	33,6	2,5	17,8
CCM Duopharma	Malaysia							
Biotech		128	69	12,8	4,7	36,2	1,9	13,5
Apex Healthcare	Malaysia	123	136	13,6	9,9	22,3	7,2	13,1
HOVID	Malaysia	66	46	9,3	6,3			18,5
YSP Southeast Asia	Malaysia	55	57	11,1	8,4	48,1	1,6	11,1
Kotra Industries	Malaysia	31	39	6,1	3,1			19,6
Euro-Med	Phillipin							
Laboratories		155	98	5,2	3,0	35,4	2,4	26,7
Kalbe Farma TBK	Indonesia	4.946	1337	20,7	15,8	49,2	3,1	30,4
Kimia Farma Persero	Indonesia							
TBK		1.082	363	12,8	6,9	31,6	4,6	56,6
Tempo Scan Pacific	Indonesia							
TBK		671	612	10,4	7,4	39,4	4,4	19,7
Merck TBK	Indonesia	302	74	27,2	21,6	50,1	2,8	27,9
Darya	Varia							
Laboratories	Indonesia	132	98	14,5	9,9	53,7	3,0	12,1
Pyridam Farma TBK	Indonesia	9	16	4,3	2,6	66,5	2,3	22,2
<b>Trung bình</b>		<b>474</b>	<b>186</b>	<b>15,0</b>	<b>11,0</b>	<b>43,2</b>	<b>3,2</b>	<b>19,0*</b>

Nguồn: Bloomberg tại ngày 29/11/2016 \*P/E tính TB theo trọng số vốn hóa, không tính DHG và 2 công ty của Indo có P/E cao vượt trội

Đvt: tỷ đồng

<b>KQ HĐKD</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>
Doanh thu thuần	3.913	3.608	3.717	4.184
Giá vốn	1.782	2.195	2.031	2.312
<b>Lãi gộp</b>	<b>2.131</b>	<b>1.413</b>	<b>1.687</b>	<b>1.872</b>
Chi phí bán hàng	1.099	458	632	711
Chi phí quản lý	313	262	282	322
Thu nhập từ HĐTC	37	34	43	41
Chi phí tài chính	67	89	85	95
Lợi nhuận khác	33	64	-3	-4
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>722</b>	<b>701</b>	<b>727</b>	<b>780</b>
Thuế TNDN	188	109	63	31
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	4	3	3
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>533</b>	<b>589</b>	<b>661</b>	<b>746</b>
EBIT	<b>727</b>	<b>710</b>	<b>737</b>	<b>792</b>
EBITDA	806	800	832	901

Đvt: %

<b>CHỈ SỐ TÀI CHÍNH</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	10,9%	-7,8%	3,0%	7,0%
Lợi nhuận HĐKD	19,9%	-3,6%	11,4%	8,6%
EBITDA	-5,7%	-0,8%	4,1%	8,2%
EBIT	-7,3%	-2,3%	3,9%	7,4%
Lợi nhuận sau thuế	-9,5%	10,4%	12,4%	12,8%
Tổng tài sản	13,1%	-3,4%	13,7%	11,2%
Vốn chủ sở hữu	14,9%	9,8%	12,4%	13,7%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	12,8%	11,9%	15,1%	16,1%
<b>Khả năng sinh lợi</b>				
LN gộp / Doanh thu	54,5%	39,2%	45,4%	44,7%
LN HĐKD / Doanh thu	18,4%	19,2%	20,8%	20,0%
EBITDA/ Doanh thu	20,6%	22,2%	22,4%	21,5%
EBIT/ Doanh thu	18,6%	19,7%	19,8%	18,9%
LNST/ Doanh thu	13,6%	16,3%	17,8%	17,8%
ROA	16,3%	17,2%	18,4%	18,5%
ROIC or RONA	32,9%	28,7%	26,8%	25,5%
ROE	25,0%	24,6%	24,9%	24,8%
<b>Hiệu quả hoạt động</b>				
Vòng quay kh. phải thu	5,2	4,9	5,5	5,4
Vòng quay hàng tồn kho	2,3	3,1	3,0	3,0
Vòng quay khoản phải trả	1,9	3,0	3,9	4,0
<b>Khả năng thanh toán</b>				
Hiện hành	2,1	2,9	3,0	3,0
Nhanh	1,4	2,0	2,2	2,1
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tổng nợ/ Vốn CSH	52,2%	33,7%	35,2%	32,3%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	7,8%	10,8%	13,2%	10,5%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Đvt: tỷ đồng

<b>BẢNG CĐKT</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>
Tiền	496	421	501	467
Đầu tư tài chính ngắn hạn	261	508	759	700
Các khoản phải thu	841	644	706	837
Tồn kho	781	639	711	809
Tài sản ngắn hạn khác	7	10	17	14
<b>TSLĐ &amp; Đầu tư ngắn hạn</b>	<b>2.386</b>	<b>2.221</b>	<b>2.694</b>	<b>2.827</b>
Tài sản cố định hữu hình	734	811	765	880
Tài sản cố định vô hình	180	256	260	263
Xây dựng cơ bản dở dang	50	16	50	225
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	17	16	15	15
Tài sản dài hạn khác	116	42	40	42
<b>TSCĐ và đầu tư dài hạn</b>	<b>1.096</b>	<b>1.142</b>	<b>1.130</b>	<b>1.426</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>3.483</b>	<b>3.363</b>	<b>3.824</b>	<b>4.253</b>
Tiền hàng phải trả & ứng trước	262	232	244	277
Khoản phải trả ngắn hạn khác	681	269	297	332
Vay và nợ ngắn hạn	177	271	372	335
Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0
Khoản phải trả dài hạn khác	69	70	78	87
<b>Tổng nợ</b>	<b>1.189</b>	<b>842</b>	<b>991</b>	<b>1.032</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2.277</b>	<b>2.501</b>	<b>2.811</b>	<b>3.197</b>
Vốn đầu tư của CSH	872	872	872	872
Lợi nhuận giữ lại	556	606	714	901
Các quỹ	849	1.039	1.219	1.417
<b>Nguồn kinh phí và quỹ khác</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>2.277</b>	<b>2.501</b>	<b>2.811</b>	<b>3.197</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	17	20	22	25
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>3.483</b>	<b>3.363</b>	<b>3.824</b>	<b>4.253</b>
<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>
LNTT	722	701	727	780
Khấu hao	80	90	95	109
Các điều chỉnh	-31	-20	-32	-29
Thay đổi vốn lưu động	-499	-295	-221	-254
<b>Tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>272</b>	<b>475</b>	<b>569</b>	<b>606</b>
Thay đổi TSCĐ	-253	-148	-73	-391
Thay đổi các khoản đầu tư khác	-87	-251	-759	-700
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	33	29	30	30
<b>Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư</b>	<b>-307</b>	<b>-369</b>	<b>-802</b>	<b>-1.061</b>
Nhận/trả lại vốn góp	0	-16	23	0
Vay mới/trả nợ vay	50	94	101	-37
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ+Chi khác từ LNGL	-132	-262	189	458
<b>Tiền thuần từ HĐ Tài Chính</b>	<b>-82</b>	<b>-183</b>	<b>313</b>	<b>421</b>
Tiền thuần trong kỳ	-117	-78	80	-34
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>613</b>	<b>498</b>	<b>421</b>	<b>501</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>496</b>	<b>421</b>	<b>501</b>	<b>467</b>

## BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

### Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
	Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến - 5%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

### GIỚI THIỆU

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán, VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

### Hệ thống mạng lưới

#### Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM

Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986

Website: www.vdsc.com.vn

#### Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

#### Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin – TP. Nha Trang

#### Chi nhánh Cần Thơ

95-97-99 Võ Văn Tần – TP. Cần Thơ

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này, Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2016.**

Vui lòng xem những công bố thông tin quan trọng ở phần cuối báo cáo này