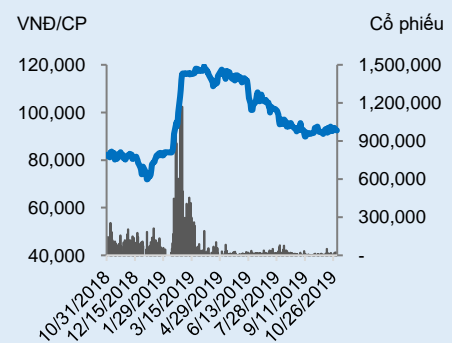


Khuyến nghị	N/A
Giá kỳ vọng (VNĐ)	N/A
Giá thị trường (01/11/2019)	92.500
Lợi nhuận kỳ vọng	N/A

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	89.900-101.500
Vốn hóa	12.094 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	130.746.071
KLGD bình quân 10 ngày	11.202
% sở hữu nước ngoài	54,4%
Room nước ngoài	100%
Giá trị cổ tức/cổ phần	3.500
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	3,8%
Beta	0,14

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
DHG	24,1%	0,8%	-4,6%	-19,2%
VNIndex	13,9%	3,3%	4,2%	4,0%

Chuyên viên phân tích

Phạm Lê An Thuận

(84 8) 3914.6888 ext 255

phamleantuan@baoviet.com.vn

CTCP Dược Hậu Giang

Mã giao dịch: DHG

Reuters: DHG.HM

Bloomberg: DHG VN

Tăng trưởng chứng lại chờ đợi câu chuyện mới.

Công ty Cổ phần Dược Hậu Giang (DHG) đã công bố báo cáo tài chính hợp nhất cho 9 tháng đầu năm 2019, với **doanh thu và LNST Q3/2019 ghi nhận lần lượt 874,3 tỷ VNĐ (+5,6% yoy) và 117,4 tỷ VNĐ (-15,4% yoy).**

Tuy nhiên, trên BCTC của công ty vẫn còn 75 tỷ đồng hàng đi đường chưa được ghi nhận doanh thu. Nếu ghi nhận thêm khoản này, doanh thu thuần sẽ đạt 949,3 tỷ đồng, tăng trưởng 14,6% so với cùng kỳ năm ngoái, đồng thời ước tính đóng góp thêm khoảng 31,7 tỷ lợi nhuận, giúp LNTT tăng trưởng 10,5% yoy.

Công ty cũng điều chỉnh phương pháp ghi nhận kế toán so với cùng kỳ, ghi nhận 17,6 tỷ đồng Quỹ khen thưởng và phúc lợi vào chi phí quản lý, thay vì trích từ LNST như mọi năm.

Ngoài ra, thuế TNDN cũng ghi nhận thêm 4 tỷ đồng so với cùng kỳ năm ngoái, do thuế suất tại nhà máy Tân Phú Thạnh tăng từ 0% lên 5%.

Sau khi tiến hành điều chỉnh các khoản mục doanh thu thuần và lợi nhuận trước thuế với mục đích so sánh hoạt động kinh doanh so với cùng kỳ, KQKD của DHG cho thấy sự tăng trưởng. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng kết quả này không thật sự bức phá, mà phù hợp với xu hướng bão hòa của kênh thuốc bán lẻ (OTC). Q3/2018 cũng là quý thấp điểm về doanh thu và lợi nhuận của DHG.

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)

Chỉ tiêu	Q3/2019	Tăng / Giảm	Điều chỉnh (*)	Tăng / Giảm
Doanh thu thuần	874,3	+5,6%	949,3	+14,6%
Lợi nhuận gộp	370,2	-3%	401,9	+5,3%
Biên lợi nhuận gộp (%)	42,3%		42,3%	
Lợi nhuận trước thuế	135,5	-10,5%	167,3	+10,5%
Lợi nhuận sau thuế	117,4	-15,4%	144,9	+4,5%

Nguồn: DHG, (*) BVSC ước tính

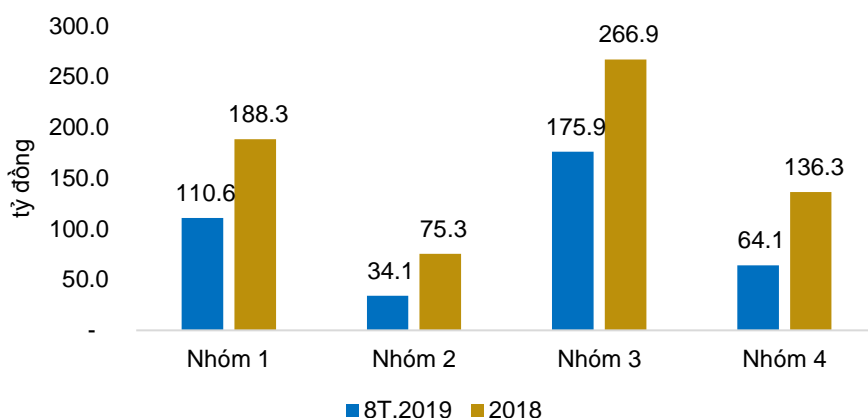
Biên lợi nhuận gộp giảm từ mức 46,1% của cùng kỳ năm ngoái xuống mức 42,3%, chủ yếu do thay đổi cơ cấu các loại hàng bán khác. Trên thực tế, biên lợi nhuận gộp hàng sản xuất của công ty chỉ giảm từ mức 51% xuống mức 50%. Theo như chia sẻ của công ty, mức giảm biên lợi nhuận gộp của hàng sản xuất chủ yếu do trượt giá, và chi phí nguyên liệu dược (API) tăng. Công ty cũng cho biết, chi phí nguyên liệu sẽ không tăng QOQ, do công ty đã chủ động dự trữ cho Quý 4.

Triển vọng đấu thầu thuốc (ETC) vào nhóm 2 với dây chuyền sản xuất PMDA. Công ty cho biết đã hoàn thành thủ tục chứng nhận GMP-Japan (PMDA)

trong Q3/2019 và sẽ bắt đầu tham gia đấu thầu vào cuối năm nay với sản phẩm viên nén Hapacol chứa hoạt chất Paracetamol.

Theo số liệu từ Cục Quản lý Dược (DAV), chúng tôi nhận thấy hoạt chất Paracetamol (và dạng kết hợp với các hoạt chất khác) trúng thầu chủ yếu tập trung vào nhóm 1 và 3, với giá trị lần lượt là 188 tỷ và 267 tỷ trong năm 2018. Nhóm 2 có giá trị nhỏ hơn nhiều, với thị phần chủ yếu thuộc về Liên doanh StadaVN, chiếm 47,7% trong năm 2018, với các sản phẩm có cùng dạng bào chế là viên nén như dây chuyền PMDA Hapacol của DHG.

Giá trị trúng thầu hoạt chất Paracetamol



Nguồn: DAV

Số liệu từ DAV cũng cho thấy, việc trúng thầu vào các nhóm cao hơn sẽ cải thiện rõ rệt giá bán thuốc. Sản phẩm Partamol 325 cùng hoạt chất, cùng hàm lượng và quy cách đóng gói có giá cao hơn khoảng 30% so với Hapacol 325, khi trúng thầu vào nhóm 2.

Chúng tôi cho rằng các dây chuyền sản xuất đạt tiêu chuẩn cao có thể dự thầu sẽ là động lực thúc đẩy cho tăng trưởng của DHG trong thời gian tới. Tuy nhiên, do các sản phẩm giảm đau, hạ sốt với hoạt chất chính là Paracetamol có công thức đơn giản, dễ bị cạnh tranh, cũng như quy mô giá trị trúng thầu không quá lớn, chúng tôi đánh giá dây chuyền PMDA vẫn chưa thể mang lại sự đột biến về doanh thu và lợi nhuận cho DHG trong thời gian tới.

Kết quả trúng thầu năm 2019 hoạt chất Paracetamol (dạng viên nén).

Tên thuốc	Hoạt chất	Nhà sản xuất	Đơn giá	Nhóm
Partamol Tab 500	Paracetamol	Stada VN	480	N1
Partamol 325	Paracetamol	Stada VN	195	N2
Hapacol 325	Paracetamol	Dược Hậu Giang	151	N3
Panactol 325	Paracetamol	Dược Khánh Hòa	92	N3

Nguồn: DAV

Hiện tại Dược Hậu Giang đang sở hữu 2 dây chuyền được chứng nhận theo tiêu chuẩn cao là PIC/S Malaysia và PMDA của Nhật Bản. Dây chuyền PIC/S Malaysia tuy không được đấu thầu vào nhóm 2, nhưng hiện tại theo thông tin từ công ty,

dây chuyền này đã có đơn đặt hàng và sẵn sàng xuất khẩu sang Malaysia, ước tính sẽ đóng góp 20 tỷ đồng doanh thu trong năm 2019.

Công ty cũng cho biết tham vọng dự thầu vào nhóm 1 với các sản phẩm chuyển giao công nghệ sản xuất từ Taisho. Theo thông tư đấu thầu thuốc vừa được ban hành 15/2019/TT-BYT, thuốc muốn dự thầu vào nhóm 1, ngoài đáp ứng những tiêu chí của nhóm 2, còn cần được cấp phép lưu hành tại các nước thuộc SRA, trong đó có Nhật Bản. Các kế hoạch nâng cao tiêu chuẩn sản xuất cũng như chuyển giao công nghệ sẽ được triển khai nhiều hơn trong tương lai với sự giúp đỡ của cổ đông lớn Taisho. Dược Hậu Giang hiện vẫn đang duy trì tỷ lệ OTC/ETC là 90/10.

Thông tư 02/2018/TT-BYT quy định về thực hành tốt cơ sở bán lẻ thuốc hiện đang được đẩy mạnh và làm quản lý chặt hơn tình trạng bán thuốc kê đơn tràn lan. Theo tìm hiểu của chúng tôi, hơn 3.000 nhà thuốc tây đã phải đóng cửa trong năm 2019 vì khó khăn trong việc bán thuốc. Chúng tôi cho rằng xu hướng bán lẻ thuốc sắp tới sẽ chuyển sang tập trung nhiều vào mối quan hệ với các bác sĩ kê đơn thuốc, và bệnh viện hơn là một hệ thống phân phối lớn với các trình dược viên bao phủ nhiều khu vực. Trong quá khứ, DHG cũng từng chia sẻ câu chuyện doanh thu bị giảm sút, do các nhà thuốc tây bị ảnh hưởng bởi thông tư Kênh OTC hiện nay đang cho thấy dấu hiệu bão hòa, và tăng trưởng chậm hơn so với kênh ETC.

DHG sẽ khó có thể hoàn thành kế hoạch năm 2019 về lợi nhuận, theo đó BVSC dự báo doanh thu thuần đạt 3.945 tỷ đồng (+1,6% yoy) và LNST đạt 618 tỷ đồng (-5,1% yoy), tương đương với EPS 4.586 đồng/cp, với cơ cấu kênh phân phối qua kênh OTC duy trì ở mức 90%.

Quan điểm đầu tư.

Trong bối cảnh ngành Dược Việt Nam đang trong quá trình thay đổi, các công ty niêm yết trong ngành đều cho thấy tốc độ tăng trưởng chậm lại so với những năm trước. Xu hướng chuyển dịch sang kênh ETC, cũng như chú trọng hơn vào chất lượng thuốc thông qua việc đầu tư xây mới hoặc nâng cấp dây chuyền/nhà máy, dự kiến sẽ còn mất nhiều thời gian hơn. Với quy mô về doanh thu và lợi nhuận hiện tại, cũng như chiến lược kinh doanh duy trì tỷ trọng cao vào kênh phân phối thuốc bán lẻ, chúng tôi cho rằng để có thể tạo ra bước đột phá về tăng trưởng trong giai đoạn kênh OTC bão hòa, DHG cần phải có chiến lược đầu tư hiệu quả nhằm đẩy mạnh doanh thu trên kênh ETC. Các dây chuyền công nghệ cao cũng như kế hoạch nâng cao chất lượng sản phẩm với cổ đông lớn Taisho có thể sẽ là lời giải cho bài toán tăng trưởng trong tương lai.

DHG là công ty đầu ngành, cả về quy mô vốn hóa lẫn doanh thu, lợi nhuận, với các chỉ số quản lý và sinh lời tốt, tuy nhiên **BVSC cho rằng hoạt động kinh doanh của DHG nhiều khả năng sẽ chậm lại trong thời gian tới, trong khi các kế hoạch cải thiện sẽ cần nhiều thời gian để phản ánh tích cực vào KQKD của DHG trong tương lai.** Cổ phiếu DHG hiện đang giao dịch quanh mức giá 92.500đ/cổ phiếu, tương ứng với P/E forward năm 2019 là 20,1x lần.

Chỉ số tài chính một số doanh nghiệp cùng ngành vào ngày 01/11.

STT	Mã CK	P/E	P/B	ROE	ROA	Vốn hóa (tỷ đồng)
1	PME	13,5	2,2	17%	14%	4.125,6
2	DBD	20,0	2,8	15%	10%	2.823,2
3	TRA	15,1	2,3	14%	11%	2.445,6
4	DMC	10,5	2,1	20%	16%	2.437,9
5	IMP	16,0	1,6	10%	8%	2.400,2
6	OPC	11,2	1,9	16%	9%	1.209,3
7	DHT	13,0	4,2	29%	13%	1.123,9
8	MKP	11,6	0,8	7%	6%	1.010,7
Trung bình		13,9	2,2	16%	11%	2.197,1
DHG		19,1	3,82	20%	15%	12.094,0

Nguồn: Fiiipro

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	3,608	3,783	4,063	3,882
Giá vốn	2,195	2,070	2,280	2,165
Lợi nhuận gộp	1,413	1,713	1,783	1,717
Doanh thu tài chính	34	58	89	108
Chi phí tài chính	89	85	98	96
Lợi nhuận sau thuế	589	686	642	653

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2015	2016	2017	2018
Tiền & khoản tương đương tiền	421	603	550	76
Các khoản phải thu ngắn hạn	571	623	739	619
Hàng tồn kho	639	733	634	891
Tài sản cố định hữu hình	811	841	785	741
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	16	16	15	25
Tổng tài sản	3,363	3,945	4,087	4,206
Nợ ngắn hạn	780	1,018	1,265	1,001
Nợ dài hạn	62	58	63	60
Vốn chủ sở hữu	2,521	2,870	2,759	3,144
Tổng nguồn vốn	3,363	3,945	4,087	4,206

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2015	2016	2017	2018
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	-7.8%	4.9%	7.4%	-4.4%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	10.4%	16.5%	-6.3%	1.7%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	39.2%	45.3%	43.9%	44.2%
Lợi nhuận thuần biên (%)	16.3%	18.1%	15.8%	16.8%
ROA (%)	17.2%	18.8%	16.0%	15.7%
ROE (%)	24.5%	25.4%	22.8%	22.1%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0.25	27.3%	32.5%	25.2%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	0.33	37.5%	48.1%	33.8%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	6,754	7,866	4,913	4,995
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	28,925	32,924	21,103	24,049

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

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

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

LIÊN HỆ

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

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Bình Nguyễn

Cao su tự nhiên, Dầu Khí

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản, Hàng tiêu dùng

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ, cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Tiện ích công cộng

lethanhoa@baoviet.com.vn

Trần Thị Thu Nga

Bán lẻ, Thép

tranthithunga@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không

dolongkhanh@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào

Hạ tầng, Nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Xây dựng

trandangmanh@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Phạm Lê An Thuận

Dược, Thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Phạm Tiến Dũng

Phó Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

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

Chi nhánh:

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