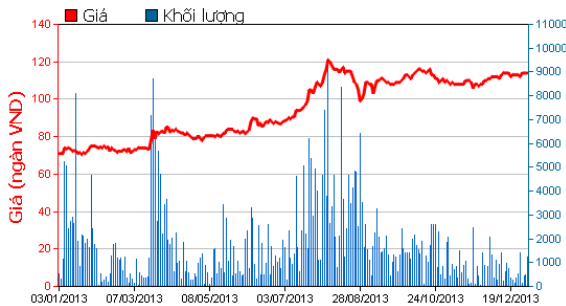


<b>Hoàng Hiếu Tri</b> Chuyên viên phân tích Email: trihh@fpts.com.vn Điện thoại: (84) - 86290 8686 - Ext : 7596	Giá hiện tại	<b>114.000</b>	<table border="1"> <tr> <td>-18%</td> <td>-7%</td> <td>0%</td> <td>+7%</td> <td>+18%</td> </tr> <tr> <td>Bán</td> <td>Giảm</td> <td>Theo dõi</td> <td>Thêm</td> <td>Mua</td> </tr> </table>	-18%	-7%	0%	+7%	+18%	Bán	Giảm	Theo dõi	Thêm	Mua
	-18%	-7%		0%	+7%	+18%							
	Bán	Giảm		Theo dõi	Thêm	Mua							
	Giá mục tiêu	<b>114.000</b>											
	Tăng/giảm	<b>0%</b>											
Tỷ suất cổ tức	<b>3,1%</b>												
<b>THEO DÕI</b>													

**Diễn biến giá cổ phiếu DHG**

**Tóm tắt nội dung**

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu DHG. Xét trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu DHG đã phản ánh đầy đủ kỳ vọng của thị trường về tiềm năng phát triển và khả năng chia tách cổ phiếu trong thời gian sắp tới. Về dài hạn, chúng tôi cho rằng các quyết định đầu tư nên được cân nhắc do DHG đã qua giai đoạn tăng trưởng mạnh, tăng trưởng doanh thu – lợi nhuận đang giảm dần về mức bình quân chung của các doanh nghiệp dược lớn trên thế giới. Với dự phóng FCFF, giá mục tiêu trong 12 tháng tới là **114.000 đồng/cp**, bằng thị giá hiện tại. Do đó, tôi khuyến nghị nhà đầu tư tiếp tục **THEO DÕI** cổ phiếu DHG. Lợi nhuận sau thuế ước tính năm 2013 là 597 tỷ đồng, tương ứng EPS đạt 9.138 đồng/cp. Rủi ro chính khi đầu tư cổ phiếu DHG là các thay đổi trong chính sách quản lý của Bộ Y tế và Bộ Công thương (TT 01/2012/TTLT-BYT-BTC và QĐ 10/2007/QĐ-BTM).

**Thông tin giao dịch 08/01/2014**

Giá hiện tại	114.000
Giá cao nhất 52 tuần (đ/CP)	121.000
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/CP)	64.000
Số lượng CP niêm yết (CP)	65.376.429
Số lượng CP lưu hành (CP)	65.366.299
KLGD BQ 3 tháng (CP/ngày)	9.795
% sở hữu nước ngoài	48,8%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	654
Vốn hóa (tỷ đồng)	7.452

**Tổng quan doanh nghiệp**

Tên	CTCP Dược Hậu Giang
Địa chỉ	288 Bis, Nguyễn Văn Cừ, P. An Hòa, Q. Ninh Kiều, Tp. Cần Thơ
Doanh thu chính	Thuốc tự sản xuất, phân phối dược phẩm
Chi phí chính	Nguyên liệu nhập khẩu, chi phí bán hàng, quảng cáo
Lợi thế cạnh tranh	Phân khúc dược phẩm đa dạng, mạng lưới phân phối rộng khắp
Rủi ro chính	Chính sách, nguyên liệu đầu vào

**Danh sách cổ đông Tỷ lệ (%)**

SCIC	43,31%
Franklin Templeton Investment Funds	8,91%
Portal Global Limited	7,20%
CBCNV	3,30%
Cổ đông khác nước ngoài	32,87%
Cổ đông khác trong nước	4,41%

- **Khác biệt của DHG** so với các doanh nghiệp ngành dược khác là **thế mạnh tuyệt đối của mạng lưới phân phối** rộng khắp cả nước (12 công ty con, 24 chi nhánh, 20.000 khách hàng là các đại lý tại 64 tỉnh thành phố), đi kèm chiến lược marketing bài bản có chiều sâu với kinh phí lớn.
- **Cơ hội của DHG** là tiềm năng phát triển thị trường tiêu thụ trong nước còn rất lớn, đặc biệt tại các tỉnh và vùng nông thôn khi các dạng bệnh tật xuất hiện ngày càng nhiều và ý thức chăm sóc sức khỏe của người Việt ngày càng nâng cao. Mục chi tiêu cho dược phẩm của người Việt Nam vào năm 2016 ước đạt 52 USD, so với mức bình quân 609 USD tại các nước phát triển và 91 USD tại các nước đang phát triển. (theo IMS)
- **Thách thức của DHG** là các sản phẩm chủ lực thuộc dòng kháng sinh và giảm đau (với các thương hiệu chính: Hapacol, Klamentin, Haginat, Hagimox...) đang chịu sự cạnh tranh gay gắt từ các sản phẩm cùng loại của các công ty dược trong và ngoài nước, chủ yếu về giá bán, phân khúc thị trường và mức độ nhận diện thương hiệu.
- **Khó khăn của DHG** là việc đáp ứng yêu cầu công nghệ, chất lượng theo chuẩn quốc tế (PIC/S, EU), do đó khó có khả năng thực hiện việc sản xuất nhượng quyền hoặc gia công sản phẩm cho các hãng dược lớn trên thế giới, giảm cơ hội học hỏi công nghệ, quy trình, bí quyết... từ các nước tiên tiến.
- **Dự án nhà máy mới** tại khu công nghiệp Tân Phú Thạnh (Hậu Giang) là **bước đi chiến lược của DHG** giúp giải quyết 3 vấn

Đối thủ cạnh tranh chính	Thị phần 2012
Sanofi Aventis (Pháp)	7,1%
Glaxo Smith Kline (Anh)	5,7%
Novartis (Thụy Sĩ)	4,2%
Astra Zeneca – (Anh)	3,5%
<b>Dược Hậu Giang</b>	<b>5,4%</b>

đề lớn: **1)** Nâng gấp đôi công suất sản xuất hiện tại từ 4 tỷ đvsp lên 9 tỷ đvsp. **2)** Được ưu đãi thuế TNDN trong 15 năm, theo tôi ước tính sẽ giúp DHG tiết kiệm khoảng 289 tỷ đồng tiền thuế (đã chiết khấu về hiện giá). **3)** Duy trì tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ở mức cao trong các năm tiếp theo, khi quy mô doanh nghiệp ngày càng lớn.

- Tăng trưởng doanh thu giai đoạn 2014 – 2018 bình quân khoảng 16,2%/năm và giảm về mức bình quân 12,7% trong giai đoạn 2019 – 2028. Tăng trưởng doanh thu trong dài hạn ở mức 5%/năm (dựa trên báo cáo của IMS, BMI và dự phóng của FPTSS).

**Bảng 1: Số liệu tổng hợp và dự phóng giai đoạn 2012 – 2028**

Chỉ tiêu	Đvt	2012	2013E	2014F	2015F	2016F	2018F	2020F	2022F	2025F	2028F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	2,931	3,469	4,083	4,761	5,525	7,344	9,606	12,361	17,560	24,248
LN gộp	Tỷ đồng	1,444	1,562	1,824	2,097	2,396	3,078	3,873	4,779	6,336	8,107
LNST	Tỷ đồng	486	597	718	830	949	1,103	1,300	1,481	1,682	1,638
EPS	Đồng	7,441	9,138	10,979	12,692	14,515	16,879	19,884	22,660	25,721	25,055
DPS	Đồng	2,008	3,144	3,778	4,367	4,994	5,808	6,842	7,797	8,850	8,621
DPS/EPS	%	27%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%
Tăng trưởng DT	%	0%	18%	18%	17%	16%	15%	14%	13%	12%	11%
Tăng trưởng LN gộp	%	0%	8%	17%	15%	14%	13%	12%	11%	9%	8%
Tăng trưởng LNST	%	0%	23%	20%	16%	14%	5%	8%	6%	3%	-1%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	%	49%	45%	45%	44%	43%	42%	40%	39%	36%	33%
ROE	%	29%	29%	28%	27%	26%	22%	19%	17%	14%	11%
ROA	%	20%	21%	21%	20%	20%	17%	15%	13%	11%	8%
P/E	Lần	15.3	12.5	10.4	9.0	7.9	6.8	5.7	5.0	4.4	4.6
P/B	Lần	4.5	3.6	3.0	2.4	2.0	1.5	1.1	0.9	0.6	0.5

(Nguồn: FPTSS dự phóng)

Theo báo cáo của nhóm nghiên cứu quốc gia GARP-Việt Nam, **78% kháng sinh được mua tại các nhà thuốc tư nhân mà không cần đơn thuốc của bác sĩ.** Cũng theo báo cáo này, kiến thức về sử dụng kháng sinh ở khu vực nông thôn Việt Nam còn rất hạn chế và các cán bộ cung cấp dịch vụ chăm sóc sức khỏe thường cung cấp kháng sinh một cách không cần thiết cho các trường hợp cảm cúm thông thường.

Theo nghị định 176/2013/NĐ-CP, cơ quan kiểm tra sẽ cảnh cáo hoặc phạt tiền từ 200.000 đồng đến 500.000 đồng đối với hành vi bán lẻ các loại thuốc phải kê đơn mà không có đơn của bác sĩ.

### Rủi ro đầu tư

**Rủi ro về chính sách đối với việc doanh nghiệp nước ngoài không được phân phối thuốc trực tiếp tại Việt Nam.** Theo Bộ Công thương, mặt hàng dược phẩm sẽ nằm trong Danh mục hàng hóa mà các doanh nghiệp FDI được quyền phân phối, thay vì thuộc Danh mục Hàng hóa không được quyền phân phối như đã được quy định tại Quyết định 10/2007/QĐ-BTM ban hành năm 2007. Thông tư mới dự kiến sẽ có hiệu lực trong năm 2014.

**Rủi ro về điều chỉnh chính sách trong hoạt động mua bán dược phẩm kê toa.** Từ 1/1/2014, Nghị định 176/2013/NĐ-CP, quy định xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực y tế có hiệu lực sẽ góp phần siết chặt tình trạng mua - bán thuốc không theo đơn của bác sĩ, sẽ bắt đầu có hiệu lực.

**Rủi ro về tỷ giá khi DHG phải nhập khẩu hầu hết nguyên vật liệu sản xuất dược phẩm** (chiếm hơn 50% cơ cấu chi phí của DHG).

**KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ THEO FCFF VÀ P/E**
**ĐỊNH GIÁ DÀI HẠN THEO PHƯƠNG PHÁP FCFF**

Giá định DCF	Giá trị	Tổng hợp định giá	đvt: tỷ đồng
WACC 2014	14.3%	Thời gian dự phóng	15 năm
Thuế suất (đã ưu đãi)	7%	Tổng hiện giá dòng tiền	5,889
Chi phí vốn CSH	14.3%	(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn	842
Lãi suất phi rủi ro	8.9%	(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn	6
Phần bù rủi ro	9.9%	Giá trị vốn cổ phần	6,738
Hệ số Beta	0.23	Lợi ích cổ đông thiểu số	16
Tăng trưởng bình quân	13.9%	Giá trị vốn CSH công ty mẹ	6,674
Tăng trưởng bền vững	5%	Cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	65
		<b>Giá trị chiết khấu về hiện tại</b>	<b>102,083</b>
		<b>Kỳ vọng đầu tư vốn cổ phần</b>	<b>14,3%</b>
		<b>Suất cổ tức ước tính</b>	<b>3,1%</b>
		<b>Giá kỳ vọng 12 tháng</b>	<b>113,586</b>

**ĐỊNH GIÁ THAM KHẢO TRONG NGẮN HẠN THEO PHƯƠNG PHÁP P/E**

Tên Công ty (*)	Quốc gia	DT 4 quý (tr USD)	ROE 2012	P/E(12T)	Tăng trưởng LNTT 2009-2012	P/E điều chỉnh (**)
<b>CTCP Dược Hậu Giang</b>	<b>Việt Nam</b>	<b>163</b>	<b>28,08%</b>	<b>12,48</b>	<b>12,60%</b>	<b>-</b>
Sawai Pharmaceutical Co Ltd	Nhật Bản	1.085	19,56%	15,98	3,09%	11.97
Towa Pharmaceutical Co Ltd	Nhật Bản	592	11,15%	13,62	40,57%	10.21
Celltrion Inc	Hàn Quốc	383	16,60%	19,99	84,94%	14.54
Nippon Chemiphar Co Ltd	Nhật Bản	328	17,13%	10,60	25,19%	7.94
Daito Pharmaceutical Co Ltd	Nhật Bản	313	12,10%	7,75	4,99%	5.81
Medical Ikkou Co Ltd	Nhật Bản	234	15,70%	9,64	2,42%	7.23
Granules India Ltd	Ấn Độ	127	11,85%	12,32	19,40%	11.50
Henan Lingrui Pharmaceutical Co	Trung Quốc	105	6,10%	32,47	27,94%	22.69
<b>Bình quân theo Doanh thu thuần 12 tháng</b>				<b>12,91</b>		<b>10,91</b>

(\*) Các doanh nghiệp được lựa chọn dựa trên quy mô doanh thu thuần phù hợp với quy mô của DHG.

(\*\*) Chỉ số P/E được điều chỉnh theo rủi ro quốc gia của Việt Nam so với các nước theo số liệu của GS. Damodaran

EPS 2013 (F) 9,138 đồng/cp

P/E	8.9	9.9	10.9	11.9	12.9
Giá DHG	81,439	90,577	<b>99,715</b>	108,853	117,991

→ Ứng với thị giá cổ phiếu DHG ngày 08/01/2014 là 114.000 đ/cp, tương ứng với mức P/E là 12,5, kết quả định giá theo phương pháp DCF và định giá tham khảo theo phương pháp P/E của chúng tôi cho thấy **thị trường đang đánh giá cổ phiếu DHG cao hơn so với mức giá hợp lý**. Nguyên nhân nhiều khả năng đến từ sự kỳ vọng đối với lợi nhuận đột biến của thương vụ chuyển nhượng Eugica và thông tin chia tách cổ phiếu trong năm 2013.

**PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH**
**Thuốc generic giá rẻ, phân khúc thị trường đa dạng là thế mạnh chủ lực của Dược Hậu Giang**
**Vì sao DHG sản xuất được thuốc giá rẻ**

**Bảng 2:**  
**Các sản phẩm cạnh tranh chính với Hapacol**  
*(dạng viên nén, 500mg paracetamol, không kết hợp)*

Tên sản phẩm	NSX	Đơn giá (đ/viên)
Panadol	GSK	650
Decolgen Ace	United Pharma	579
Hapacol	Dược Hậu Giang	115
ROCEA 500mg	Roussel	220
Paracetamol 500mg	Mekophar	118
Vadol 5	Vacopham	135
pms-Mexcold 500mg	Imexpharm	210
Parazacol	DP TW1	185
Dopagan	Domesco	150
Paracetamol 500mg	DP 3/2	115
Partamol 500	Stada-VN	160
Paracetamol 500mg	Thepharco	95
Paracetamol 500mg	Bidiphar	116
Paracetamol 500mg	DNA Pharma	96
Tatanol	Pymepharco	385
Paracetamol 500mg	Dược Đồng Nai	55
Banalcline	TV Pharm	132
Amfadol	Ampharco	450

(nguồn: FPTTS tổng hợp)

Với đặc thù ngành dược non trẻ của Việt Nam, tương tự tất cả các doanh nghiệp sản xuất tân dược nội địa khác, 100% thuốc tân dược của DHG là dòng thuốc gốc (generic drug). Chi phí sản xuất các dòng thuốc này rẻ hơn nhiều lần so với thuốc phát minh (patent drug) do **không tốn chi phí nghiên cứu và trải qua các bước thử nghiệm lâm sàng trên chuột – người khỏe – người bệnh** (quá trình này kéo dài khoảng 3-5 năm). Do đó, giá thành các thuốc generic thường rẻ hơn từ 50% đến hàng chục lần so với các thuốc phát minh (vd: Panadol là thuốc phát minh của GSK, Hapacol là thuốc generic dựa theo công thức của Panadol).

Các thuốc generic chủ lực đóng góp phần lớn doanh thu và lợi nhuận của DHG thuộc nhóm kháng sinh – giảm đau phổ thông. **Công thức hóa học của các thuốc này khá đơn giản, chỉ từ 1-2 hoạt chất kết hợp với tá dược, do đó dễ dàng được sản xuất với số lượng lớn.** Đa phần các sản phẩm này được tiêu thụ qua kênh thương mại (OTC – không cần toa của bác sĩ – dễ dàng mua tại các hiệu thuốc tư nhân) nên rất phù hợp với thói quen uống thuốc không qua tư vấn bác sĩ của người Việt Nam. Do đó, DHG định hướng kênh thương mại là kênh chủ lực trong suốt quá trình phát triển của doanh nghiệp nhằm khai thác triệt để thế mạnh về hệ thống phân phối.



**Thị trường chiến lược của DHG chủ yếu tập trung vào khu vực Đồng bằng Sông Cửu Long (Mekong 1 và Mekong 2 – chiếm 20% dân số Việt Nam).** Theo đánh giá của tôi, thị trường tại vùng Đồng bằng sông Cửu Long vẫn sẽ là địa bàn trọng điểm

của DHG trong các năm sắp tới, do cư dân tại vùng này vẫn sử dụng thuốc theo thói quen và theo tư vấn của dược sĩ tại các nhà thuốc mà không qua tư vấn của các bác sĩ, vì vậy khá phù hợp với các dòng thuốc phổ thông của DHG hiện nay (trị các bệnh phổ biến như đau đầu, ho, cảm cúm, sốt, dị ứng...).

**Khác biệt lớn nhất giữa thuốc generic và thuốc phát minh là nguồn gốc nguyên liệu** (nguyên liệu tổng hợp theo hướng tự nhiên – nguyên liệu tổng hợp bằng phương pháp hóa học) **và thành phần tá dược** (được xem là bí quyết công nghệ tuyệt mật của mỗi doanh nghiệp, ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng hấp thụ thuốc của cơ thể). Hai yếu tố cốt lõi này tạo nên sự khác nhau về hiệu quả của thuốc sau khi uống (tính sinh khả dụng), các tác dụng phụ không mong muốn, thời gian điều trị... và được thể hiện rõ nhất trên cơ thể bệnh nhân mắc bệnh nặng, sức đề kháng yếu, đặc biệt là trong kênh điều trị.

**Nguồn nguyên liệu đầu vào** chiếm đến 50% - 80% giá vốn của ngành dược nói chung và DHG nói riêng. Đây là thế mạnh cạnh tranh về giá của DHG so với nhiều doanh nghiệp dược cùng chung phân khúc trong nước do: **1)** Lợi thế từ việc chào mua nguyên liệu với số lượng lớn đi kèm nhiều khoản chiết khấu mua hàng giúp giá nguyên liệu của DHG thấp hơn so với các doanh nghiệp có quy mô nhỏ hơn. **2)** Nguồn tiền mặt dồi dào giúp kỳ thanh toán tiền mua hàng bình quân của DHG được duy trì ổn định từ 15 – 20 ngày, góp phần xây dựng củng cố uy tín với các đối tác và tạo nhiều thuận lợi cho các hợp đồng mua bán nguyên liệu về sau. **3)** Sự linh hoạt chủ động của Phòng cung ứng nguyên liệu giúp DHG có được nguyên liệu từ nhiều nguồn khác nhau (Châu Âu, Mỹ, Thổ Nhĩ Kỳ, Trung Quốc, Ấn Độ, Pakistan...) với giá tốt nhất, đồng thời giảm thiểu rủi ro phụ thuộc vào một số đối tác lớn.

➔ Nguồn nguyên liệu đa dạng với nhiều mức giá và chất lượng khác nhau giúp DHG linh hoạt trong việc cân đối tỷ lệ giá vốn hàng bán/doanh thu theo từng dòng sản phẩm, giúp duy trì biên lợi nhuận gộp của dòng sản phẩm tự sản xuất ổn định ở mức 52 – 55%/năm và đáp ứng nhiều phân khúc khác nhau với năng lực tài chính và yêu cầu về chất lượng khác nhau.

**Bảng 3: Khác biệt lớn về giá nguyên liệu paracetamol và biên lãi gộp tương ứng với từng nguồn nguyên liệu**

Quốc gia	Nhà sản xuất paracetamol	Giá FOB (vnd/kg)	Giá 500mg para	Biên lãi gộp (*)
TQ	Shangqiu Kangmeida Bio-Technology	103,576	51.8	60.0%
TQ	Shijiazhuang Zhongshuo Pharmaceutical Co	71,723	35.9	72.3%
TQ	Anhui Minmetals Development	75,942	38.0	70.7%
Ấn Độ	Locost India	116,866	58.4	54.9%
TQ	Heifei Joye Import Export	100,201	50.1	61.3%
Mỹ	Mallinckrodt INC (giá năm 1998 tại Mỹ)	180,277	90.1	30.4%
Mỹ	Mallinckrodt INC (giá năm 2013 tại Việt Nam)	124,542	62.3	52.0%
Mỹ	Rhodia INC (giá năm 1998 tại Mỹ)	178,168	89.1	31.3%
<b>Giá nhập khẩu paracetamol bình quân năm 2011</b>		91,350	45.7	64.8%
<b>Bình quân</b>		<b>115,850</b>	<b>58</b>	<b>55.3%</b>

(\*) Biên lãi gộp được tính dựa trên các cơ sở và giá định sau:

(Nguồn: FPTS tổng hợp)

- Giá bán sản phẩm là giá bình quân của các sản phẩm tại Bảng 2, đã loại trừ 3 sản phẩm Panadol, Dolodone và Tatanol do có sự chênh lệch lớn ➔ **Giá bán trung bình 1 viên thuốc giảm đau hạ sốt chứa 500mg paracetamol là 162 đ/viên.**
- 500mg paracetamol chiếm 80% giá vốn của một viên thuốc para, 20% còn lại bao gồm tá dược, chi phí nhân công, khấu hao máy móc thiết bị, vận chuyển, bảo quản...
- **Mức lãi gộp còn có thể cao hơn** nếu đặt mua số lượng lớn và thanh toán nhanh. Mức giá FOB trên được tham khảo khi đặt hàng 1.000 kg, thanh toán ngay và nhận hàng sau khi thanh toán 3-5 ngày (đối với nhà cung ứng Trung Quốc).
- **Doanh nghiệp dược còn có thể gia tăng biên lãi gộp của các sản phẩm** chứa paracetamol bằng cách kết hợp với các hoạt chất khác (codein, vitamin, ibuprofen...) để cho ra dòng thuốc mới hoặc kết hợp với các loại tá dược khác để cho ra dạng bào chế khác (viên sủi, viên bao phim, xiro, bột tiêm, viên nhét hậu môn...)

## Dự án nhà máy mới – tương lai của DHG

### Mục đích và tiềm năng khai thác của dự án

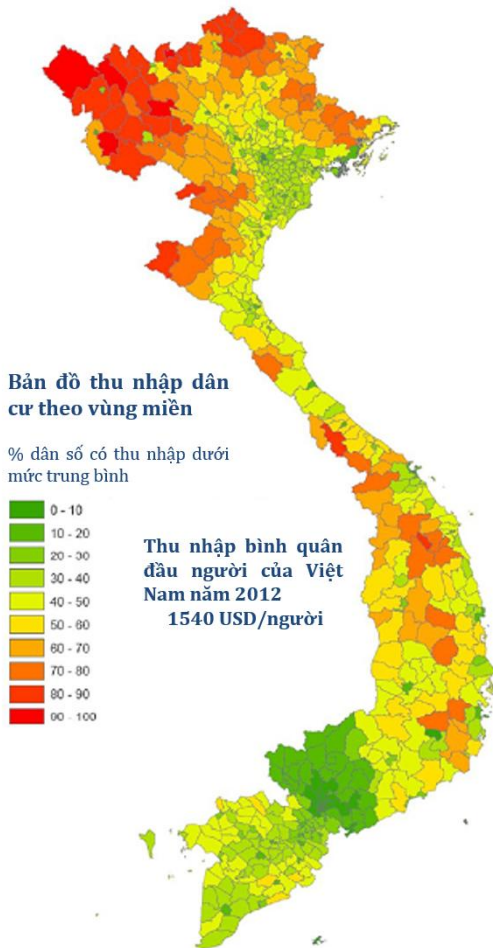
Dự nhà máy mới được thực hiện nhằm đáp ứng nhu cầu gia tăng sản lượng của DHG khi công suất nhà máy cũ tại Cần Thơ đã chạm ngưỡng tối đa vào năm 2011 và liên tục quá tải trong năm 2012 – 2013. Năm 2013, tổng sản lượng của DHG ước đạt gần 4.6 tỷ đơn vị sản phẩm (+15% sản lượng thiết kế nhờ đặc thù công nghệ của ngành dược). Ngoài ra, dự án này còn giúp DHG được hưởng 15 năm ưu đãi thuế TNDN (thuế suất thuế TNDN 0% trong 4 năm đầu, 5% trong 9 năm tiếp theo và 10% trong 2 năm cuối). Tổng số tiền thuế tiết kiệm trong 15 năm quy về hiện giá lên đến 289 tỷ đồng (2.851 tỷ đồng khi chưa chiết khấu).

Dự án nhà máy mới tại Hậu Giang bao gồm 2 nhà máy chính: Non Betalactam và Betalactam. Sản lượng của nhà máy Non – Betalactam (đã được hoàn thiện và bắt đầu sản xuất từ năm 2014) đạt khoảng 4 tỷ đvsp theo kế hoạch. DHG ước tính đến hết năm 2016 nhà máy này sẽ chạy hết công suất. Nhà máy Betalactam được thiết kế với sản lượng khoảng 1 tỷ đvsp/năm và cũng dự kiến sẽ chạy hết công suất vào năm 2016, nhà máy này tính đến hết năm 2013 đang trong giai đoạn ép móng cọc và dự kiến sẽ hoàn thành phần xây dựng trong năm 2014. Tổng kinh phí đầu tư cho toàn dự án sau khi điều chỉnh ước tính gần 760 tỷ đồng, khấu hao theo phương pháp đường thẳng.

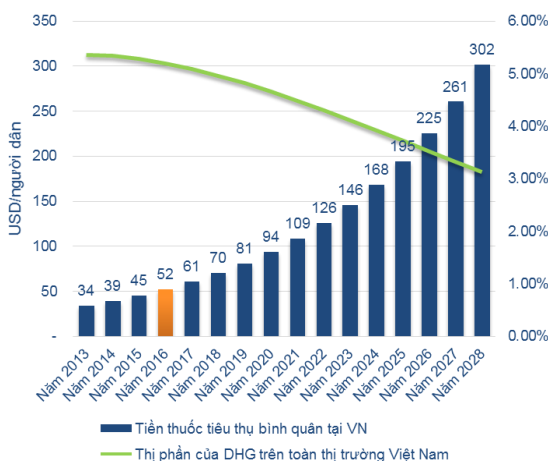
**Tuy nhiên, theo ước tính của tôi, DHG chỉ có thể lấp đầy công suất hai nhà máy trên vào năm 2020 do:**

Tổng hợp số liệu từ Tổng cục thống kê cũng cho thấy giá thuốc trong giai đoạn 2005 – 2011 tăng bình quân 5,3%/năm (giai đoạn 2012 – 2013 tăng lần lượt 20,4% và 19% do một số thay đổi lớn trong chính sách quản lý giá của Bộ Y tế). Do đó, tôi ước tính trong giai đoạn 2014 – 2028, giá thuốc sẽ tăng bình quân 5,3%/năm, sản lượng của DHG sẽ tăng khoảng 11,8% trong năm 2014 và giảm dần về mức 8,38% năm 2020 (khi tổng sản lượng đạt hơn 8,8 tỷ đvsp, gần chạm ngưỡng tối đa của nhà máy mới, làm phát sinh nhu cầu đầu tư nâng cấp dây chuyền hoặc xây dựng nhà máy mới). Sau giai đoạn này, tăng trưởng sản lượng của DHG tiếp tục giảm đều về mức 5,45% vào năm 2028. Chi tiết:

**1) Nhà máy Non Betalactam** đã hoàn thiện có thể nâng sản lượng các dòng sản phẩm giảm đau (hapacol), các kháng sinh Non betalactam, các sản phẩm không phải kháng sinh khác. Sản lượng của nhà máy này ước tính sẽ tăng khoảng 10%/năm và **chạm ngưỡng công suất tối đa vào năm 2020** khi sản lượng đạt 9 tỷ đơn vị sản phẩm. DHG có thể lựa chọn phương thức gia



Tốc độ tăng dân số Việt Nam khoảng 2%/năm, tăng trưởng của tổng tiền sử dụng thuốc tại Việt Nam khoảng 18%/năm  
 → Thị phần của DHG (tính theo tổng tiền thuốc sử dụng tại Việt Nam) ước đạt khoảng 3,13% vào năm 2028, so với mức dự kiến 5,36% vào năm 2013 do tốc độ tăng trưởng doanh thu của DHG bình quân trong cả giai đoạn 2014 – 2028 chỉ đạt 13,9%.

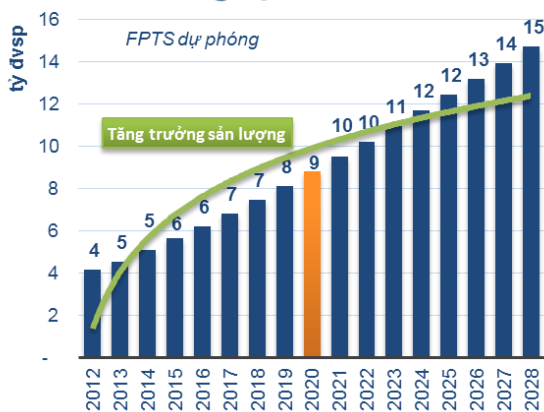


**Khu nhà điều hành và phòng thí nghiệm**

**Nhà máy Non Betalactam**


công được phẩm cho các đơn vị khác trong nước nhằm lấp đầy công suất trong thời gian ngắn hơn. Ngoài ra, tiêu chuẩn chất lượng nhà máy này chỉ đạt GMP-WHO, do đó phương án thu hút các hợp đồng gia công cho các tập đoàn lớn nước ngoài (yêu cầu tiêu chuẩn PIC/S – GMP hoặc EU-GMP) không khả thi. Vì vậy, khả năng lấp đầy công suất nhà máy này trong năm 2016 là khá thấp.

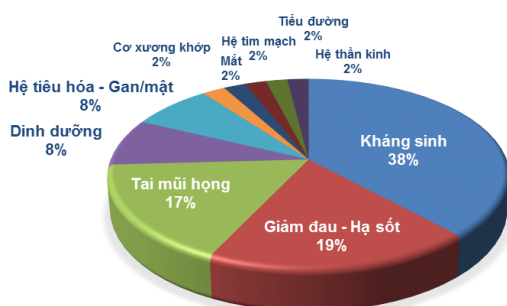
**2) Tại nhà máy Betalactam:** Các sản phẩm kháng sinh (tiêu biểu là Klamentin, Haginat, Hagimox...) nhiều khả năng sẽ tiếp tục được sản xuất tại nhà máy cũ ở Cần Thơ trong năm 2014 do nhà máy Betalactam mới nhiều khả năng chỉ có thể đưa vào sản xuất từ năm 2015 sau khi hoàn thành trong năm 2014 và chờ giấy phép sản xuất của Cục quản lý dược (Bộ Y Tế). Sản lượng thiết kế của nhà máy này khoảng 1 tỷ đvsp (so với mức 600 triệu đvsp hiện tại) với các dây chuyền máy móc chủ yếu sản xuất các dòng kháng sinh dạng uống phục vụ kênh OTC. DHG không lựa chọn sản xuất kháng sinh dạng bột tiêm thuộc dòng Cephalosporin và Penicillin do phân khúc này không phải thế mạnh của DHG và chủ yếu dành cho kênh điều trị, đòi hỏi đầu tư lớn với nhiều quy định khắt khe về chất lượng. Sản lượng của nhà máy này ước tính sẽ chạm ngưỡng tối đa vào năm 2020.

**Năng lực sản xuất**


Tại thời điểm công suất toàn dự án chạm ngưỡng tối đa 9 tỷ đvsp vào năm 2020, theo giả định của tôi, để tiếp tục duy trì mức tăng trưởng “hai con số” thông qua gia tăng sản lượng, nhiều khả năng DHG sẽ tiếp tục đầu tư một dự án nhà máy tương tự để gia tăng sản lượng. Kinh phí đầu tư cho dự án này khoảng 700 tỷ đồng (đã loại trừ chi phí sử dụng đất). Tổng sản lượng sản xuất của DHG vào thời điểm cuối năm 2028 ước đạt khoảng 14,7 tỷ đvsp.

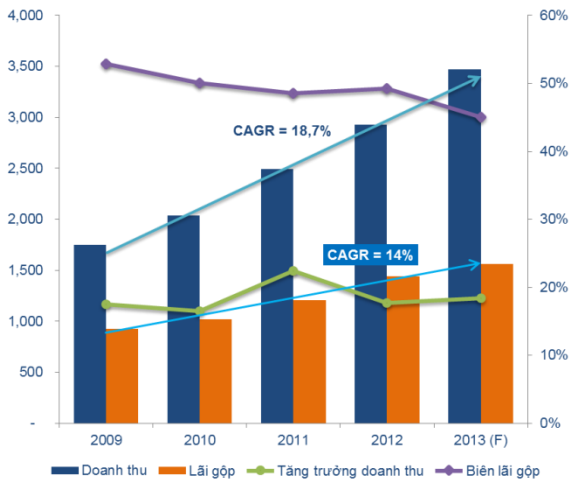
**Cơ cấu sản xuất theo dạng bào chế và nhóm sản phẩm**

Với định hướng chiến lược lâu dài nhắm vào kênh OTC, cơ cấu doanh thu theo nhóm sản phẩm cũng có sự phân hóa rõ rệt với 3 nhóm hàng chủ lực chiếm đến 70% doanh thu hàng năm của DHG. Dòng kháng sinh chiếm 38% cơ cấu doanh thu, dòng giảm đau – hạ sốt và bệnh đường hô hấp lần lượt chiếm 19% và 13% tổng doanh thu. Đây là các dòng thuốc phù hợp với các bệnh thông thường do đặc điểm khí hậu nóng ẩm gió mùa tại Việt Nam và phù hợp với thói quen mua thuốc không cần toa của người dân. Do đó, với phân khúc thị trường mà DHG đang nắm giữ, tôi dự kiến cơ cấu doanh thu theo dòng sản phẩm sẽ không có sự thay đổi nào lớn trong suốt giai đoạn 2014 – 2018.

**TỶ TRỌNG DOANH THU THEO NHÓM**


**PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH VÀ DỰ PHÓNG GIAI ĐOẠN 2014 – 2028**

**Doanh thu và lãi gộp giai đoạn 2009 – 2013**

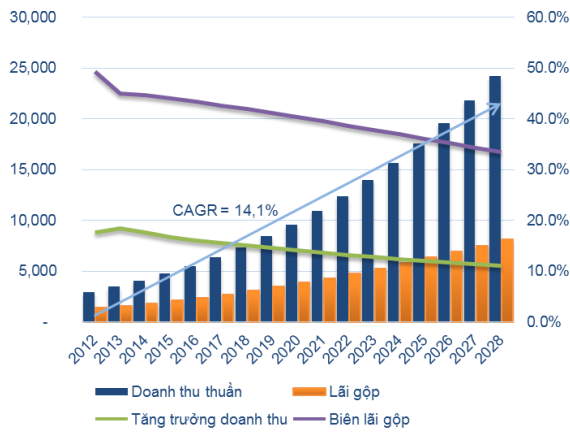


**Doanh thu và lợi nhuận gộp**

Trong giai đoạn 2009 – 2013F, doanh thu thuần của DHG đạt tốc độ tăng trưởng bình quân 18,7%/năm, cao hơn mức bình quân 15% của ngành do tận dụng tốt ưu thế của mạng lưới bán hàng và hiệu quả từ chiến lược đầu tư lớn cho marketing. Nhóm sản phẩm tự sản xuất có biên lãi gộp cao nhất (52% -56%), nhóm cung cấp dịch vụ du lịch (tách ra từ bộ phận chăm sóc khách hàng) ổn định ở mức 15%, nhóm hàng hóa phân phối và khuyến mãi có biên lãi gộp khá thấp (4% - 7%) nhưng DHG vẫn duy trì nhằm đảm bảo các yêu cầu về danh mục thuốc đầu thầu và kích thích doanh thu. Doanh thu thuần cả năm 2013 của DHG nhiều khả năng sẽ đạt mức 3.469 tỷ đồng (+18,4% so cùng kỳ năm 2012).

Dự phóng cho giai đoạn 2014 – 2028, tôi đưa ra các giả định sau:

**Dự phóng doanh thu và lãi gộp giai đoạn 2014 – 2028**

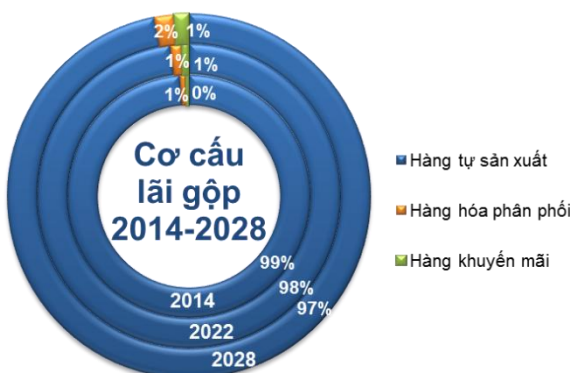


- Theo dự báo của BMI, tăng trưởng doanh thu của ngành dược giai đoạn 2012 – 2013 khoảng 18,2%, sau đó giảm dần về mức 14,7% vào năm 2017 và tiếp tục giảm nhẹ trong các năm kế tiếp, nhưng vẫn duy trì mức tăng trưởng “hai con số” cho đến năm 2022. Với vai trò là doanh nghiệp sản xuất dược nội địa lớn nhất Việt Nam, tốc độ tăng trưởng của DHG sẽ diễn biến khá sát với dự báo trên.

- **Nhóm dược phẩm tự sản xuất** đang chiếm hơn 78% tổng doanh thu và đóng góp hơn 98% lợi nhuận gộp của DHG, vì vậy, biến động nhóm sản phẩm này ảnh hưởng tuyệt đối đến kết quả hoạt động kinh doanh chung của DHG. Do đó, tôi ước tính nhóm sản phẩm này sẽ tăng trưởng gần 17% trong năm 2014, sau đó giảm dần về mức 14,7% vào năm 2017 và tiếp tục giảm đều về mức 9,1% vào năm 2028. Tuy nhiên, tăng trưởng doanh thu chung của DHG vẫn cao hơn bình quân ngành nhờ đóng góp của mảng hàng hóa phân phối, cung cấp dịch vụ và hàng khuyến mãi (15,1% vào năm 2017 và 11% vào năm 2028). Tăng trưởng doanh thu bền vững 5%/năm.

- **Biên lãi gộp của nhóm hàng tự sản xuất năm 2014** ước đạt 52% so với mức bình quân 55% của giai đoạn 2005 – 2013F. Tuy nhiên, tôi tự báo biên lãi gộp của nhóm sản phẩm này sẽ giảm dần về mức 45% vào năm 2028, phù hợp với mức lãi gộp giảm dần của dòng thuốc kháng sinh và dòng giảm đau phổ thông do tính cạnh tranh ngày càng cao.

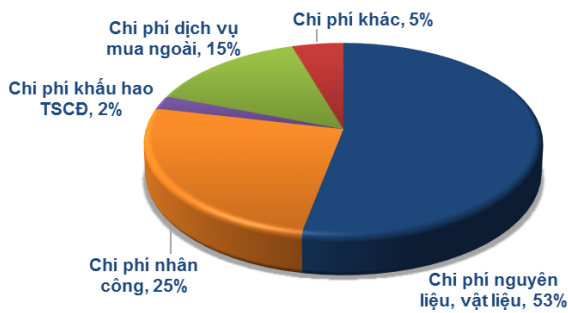
- **Doanh thu tài chính** chủ yếu đến từ tiền gửi ngắn hạn tại ngân hàng được duy trì ổn định ở mức bình quân 1,8% doanh thu thuần qua các năm. Vì DHG không có chiến lược đầu tư ngoài





ngành nên tôi giữ nguyên tỷ lệ này cho giai đoạn 2014 – 2028.

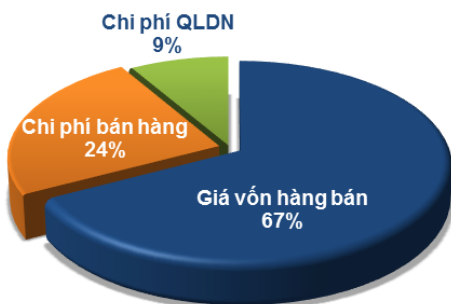
### DỰ PHÓNG CƠ CẤU CHI PHÍ THEO YẾU TỐ



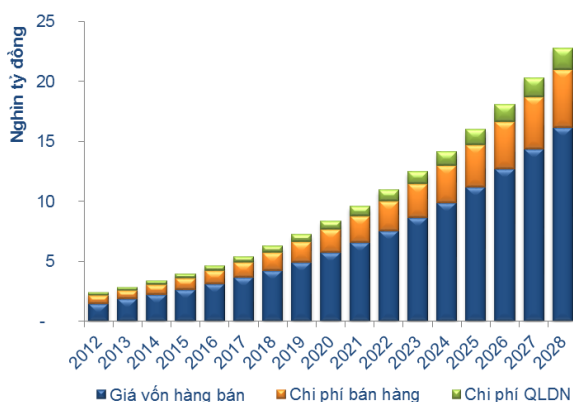
### Giá vốn hàng bán và cơ cấu chi phí

**Giá vốn hàng bán** trong giai đoạn 2009 – 2013F chiếm bình quân 63% tổng chi phí của DHG. **Chi phí bán hàng và chi phí QLDN** trong giai đoạn này lần lượt chiếm 28% và 9%. Nếu phân loại theo từng yếu tố, chi phí nguyên vật liệu (bình quân trên 50% tổng chi phí), chi phí nhân công (25%) và chi phí dịch vụ mua ngoài (15%, bao gồm: quảng cáo, điện, nước...) là 3 nhân tố chính chiếm hơn 90% tổng chi phí hàng năm của DHG. Do đó, để dự phóng các khoản mục chi phí trong giai đoạn 2014 – 2028, tôi đưa ra một số giả định trọng yếu sau:

### CƠ CẤU CHI PHÍ 2014-2028



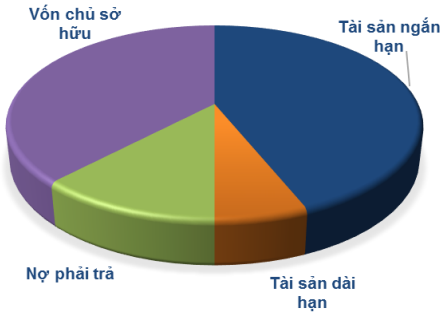
### Dự phóng giá vốn hàng bán và các chi phí giai đoạn 2014 – 2028



- *Giá vốn hàng bán được neo theo biên lợi nhuận gộp và doanh thu của từng dòng sản phẩm. Đối với các dược phẩm tự sản xuất, DHG có thể linh động trong việc cân đối tỷ lệ các nguồn nguyên liệu với giá cả khác nhau để đảm bảo duy trì biên lãi gộp ở mức 50% - 52%. Tuy nhiên, về dài hạn, biên lãi gộp của các dòng sản phẩm tự sản xuất sẽ giảm về mức ổn định 45% như đã được trình bày ở phần trên.*
- *Giá vốn hàng bán của hoạt động phân phối hàng hóa và hàng khuyến mãi được neo theo biên lãi gộp (được duy trì ổn định ở mức 4%), giá vốn hàng bán của mảng cung cấp dịch vụ du lịch trong các chương trình chăm sóc khách hàng cũng được kỳ vọng sẽ neo theo biên lãi gộp ổn định 10%.*
- *Chi phí bán hàng và chi phí QLDN trong giai đoạn 2009 – 2013 lần lượt chiếm khoảng 23% và 7% doanh thu thuần. Trong giai đoạn 2014 – 2028, tôi giả định chi phí bán hàng và chi phí QLDN sẽ được duy trì ổn định lần lượt ở mức 20% và 7% doanh thu thuần, phù hợp với tổng chi phí bán hàng và QLDN bình quân hơn 25% của các doanh nghiệp sản xuất generic lớn nhất trên thế giới. (Xem bảng 4)*
- *Chi phí tài chính không đáng kể do DHG không vay nợ ngân hàng mà chủ yếu sử dụng nguồn vốn tự có. Chi phí này dự kiến sẽ duy trì ở mức ổn định 0,2% doanh thu thuần, chủ yếu phát sinh từ các khoản chiết khấu thanh toán của DHG.*
- *Theo lộ trình giảm thuế của Chính phủ, thuế suất thuế TNDN sẽ được giảm về mức 20% vào năm 2016 và ổn định ở mức này trong các năm tiếp theo. Trong 2 năm 2014 và 2015, 70% lợi nhuận trước thuế của DHG sẽ đến từ nhà máy mới với mức thuế suất 0%, 30% đến từ nhà máy cũ với thuế suất danh nghĩa 22%. Từ năm 2016 trở đi, khi toàn bộ dự án nhà máy mới đã hoàn thiện và vận hành ổn định, tỷ lệ lợi nhuận trước thuế này sẽ ổn định ở mức 90% từ nhà máy mới và 10% từ nhà máy cũ.*

### Cơ cấu tài sản và nguồn vốn

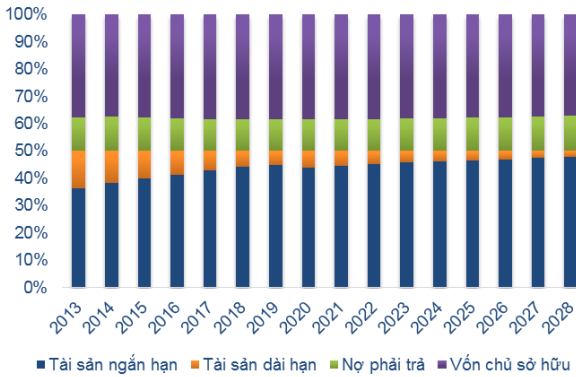
CƠ CẤU TÀI SẢN - NGUỒN VỐN  
GIAI ĐOẠN 2014 - 2028



**Tổng tài sản** của DHG tính đến hết 30/9/2013 là 2,778 tỷ đồng, trong đó tài sản ngắn hạn chiếm 74,2%. Dự kiến trong giai đoạn 2014 – 2028, tổng tài sản của DHG tăng bình quân hơn 14%/năm, trong đó tài sản ngắn hạn tăng 16,2%/năm. Tổng tài sản của DHG năm 2028 ước đạt 20.180 tỷ đồng, tăng hơn 7 lần so với năm 2013. Đáng chú ý, lượng tiền mặt trong giai đoạn này tăng gần 19%/năm và dự kiến vượt ngưỡng 9.000 tỷ đồng vào năm 2027. Do đó, sử dụng hiệu quả nguồn tiền nhàn rỗi rất lớn hàng năm cũng là vấn đề mà DHG đang đối mặt.

**Cơ cấu nguồn vốn** của DHG đang có xu hướng thiên về Vốn chủ sở hữu với tỷ trọng ổn định ở mức 76%. DHG cũng chủ trương không vay nợ ngân hàng mà chủ yếu sử dụng nguồn vốn tự có của doanh nghiệp nhằm giảm thiểu các chi phí tài chính phát sinh và hạn chế rủi ro biến động lãi suất. Lượng tiền mặt khá lớn tích lũy qua mỗi năm giúp DHG hoàn toàn chủ động trong các kế hoạch đầu tư, mở rộng mạng lưới.

Cơ cấu Tài sản - Nguồn vốn



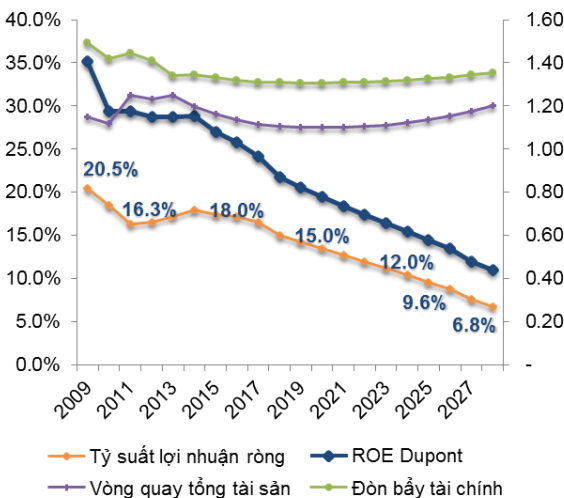
**Phân tích ROE theo Dupont:** Vòng quay tổng tài sản và đòn bẩy tài chính dự báo sẽ ổn định trong suốt giai đoạn 2014 – 2028. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận ròng của DHG dự báo sẽ giảm dần về mức bình quân chung của các doanh nghiệp sản xuất thuốc generic trên thế giới do tốc độ tăng trưởng doanh thu hàng năm giảm dần, tỷ lệ nghịch với quy mô của doanh nghiệp. Do đó, ROE của DHG trong suốt giai đoạn 2014 – 2028 dự báo sẽ giảm đều hàng năm về mức 11% vào năm 2028, phù hợp với mặt bằng chung của các doanh nghiệp sản xuất thuốc generic trên thế giới.

**Bảng 4: So sánh DHG với các doanh nghiệp sản xuất thuốc generic lớn nhất thế giới (số liệu giai đoạn 2009 – 2012)**

Doanh nghiệp	Quốc gia	Tăng trưởng DT	Tăng trưởng LN	Biên lãi gộp	Biên lãi ròng	CPBH + QLDN/DT	R&D/DT	ROE
Kalbe Farma	Indonesia	14%	23%	49%	12.3%	30.8%	0.8%	23.8%
Teva Pharma	Israel	13%	-1%	54.7%	14.9%	24.6%	5.9%	8.6%
Actavis	Thụy Sĩ	28%	-24%	44.1%	5.1%	24.6%	7.1%	2.5%
Mylan INC	Mỹ	10%	90%	41.9%	7.3%	19.4%	5.2%	19.1%
Hospira	Mỹ	2%	-52%	35.1%	5.1%	16.0%	6.9%	1.5%
Ranbaxy Laboratories	Ấn Độ	17%	46%	59.6%	-0.1%	35.6%	0.9%	22.1%
Aspen Pharmacare Holding	Nam Phi	26%	27%	46.8%	19.6%	19.4%	0%	15%
STADA Arzneimittel	Đức	5%	-5%	47.8%	4.1%	31.1%	2.9%	9.5%
<b>Bình quân</b>		<b>14.7%</b>	<b>13.1%</b>	<b>47.4%</b>	<b>8.5%</b>	<b>25.2%</b>	<b>3.7%</b>	<b>12.8%</b>
DHG	Việt Nam	18.8%	10.8%	50.2%	18.1%	30.5%	0.0%	28.8%

(Nguồn: Bloomberg, FPTS tổng hợp)

Phân tích ROE Dupont



**PHỤ LỤC: TỔNG QUAN NGÀNH DƯỢC VIỆT NAM**
**Thống kê giá trị nhập khẩu dược phẩm theo quốc gia đến hết tháng 11/2013**
*Đvt: USD*

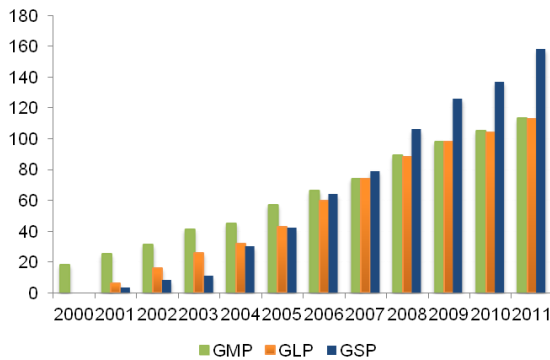
Quốc gia	Thuốc thành phẩm	%
Pháp	229,125,537	14.1%
Ấn Độ	226,363,030	13.9%
Hàn Quốc	148,195,739	9.1%
Đức	136,484,447	8.4%
Italia	88,722,591	5.5%
Thụy Sĩ	86,420,172	5.3%
Anh	72,268,778	4.4%
Mỹ	64,735,949	4.0%
Bỉ	63,872,667	3.9%
Thái Lan	54,869,565	3.4%
Ireland	54,820,057	3.4%
Trung Quốc	40,136,681	2.5%

*(nguồn: Tổng cục Hải quan)*
**Thống kê giá trị nhập khẩu nguyên liệu sản xuất thuốc theo quốc gia đến hết tháng 11/2013**
*Đvt: USD*

Quốc gia	Nguyên liệu	%
Trung Quốc	769,983,904	86.5%
Ấn Độ	44,729,428	5.0%
Áo	17,524,558	2.0%
Tây Ban Nha	12,352,539	1.4%
Thái Lan	10,596,380	1.2%
Đức	8,394,987	0.9%
Pháp	6,026,452	0.7%
Italia	5,689,962	0.6%
Thụy Sĩ	3,972,446	0.4%
Hàn Quốc	3,833,040	0.4%
Singapore	3,241,627	0.4%
Anh	3,022,051	0.3%
Nhật Bản	861,313	0.1%

*(nguồn: Tổng cục Hải quan)*
**Thực trạng ngành Dược**

- Ngành dược Việt Nam chỉ mới phát triển đến giai đoạn thứ 3: Tự sản xuất được các thuốc generic, chưa phát triển được công nghiệp hóa dược. Thuốc sản xuất trong nước chủ yếu là thuốc thông thường, năng lực sản xuất các thuốc chuyên khoa, đặc trị còn rất hạn chế.
- Theo cục quản lý dược, tính đến hết năm 2013, tại Việt Nam có khoảng 121 nhà máy sản xuất thuốc nội địa đạt tiêu chuẩn GMP (WHO, EU, PIC/S), đáp ứng được 48% nhu cầu của thị trường.
- Việc kiểm soát giá thuốc gặp nhiều khó khăn do sản xuất và cung ứng thuốc tại Việt Nam phụ thuộc phần lớn vào kênh nhập khẩu (90% nguyên liệu và 50% thành phẩm).
- Giá thuốc nội và thuốc ngoại có sự chênh lệch lớn (50% đến hàng chục lần) do nhiều yếu tố chi phối (bản quyền, quảng cáo, hoa hồng...). Việt Nam cũng chưa có chính sách thuốc gốc nhằm tăng cường khả năng tiếp cận các thuốc thay thế cho thuốc biệt dược phát minh.
- Theo “*Báo cáo chung tổng quan ngành y tế năm 2012*” của Bộ Y tế, tình trạng bán thuốc không có đơn đối với thuốc được quy định phải kê đơn vẫn phổ biến (40%). Tình trạng quảng cáo, tiếp thị tràn lan thực phẩm chức năng, gây hiểu nhầm là thuốc rất phổ biến, ảnh hưởng đến quyền lợi của người tiêu dùng.
- Thuốc tân dược nhập thành phẩm tại Việt Nam hầu như chủ yếu từ Pháp, Ấn Độ, Hàn Quốc, Đức... (top 10 chiếm đến 72%, trong đó thuốc nhập khẩu từ Pháp chiếm 14%)
- Ba nhà phân phối thuốc nhập ngoại lớn nhất Việt Nam là Diethelm (Thụy Sĩ), Zuellig Pharma (Singapore) và Mega Product (Thái Lan). Đây là những doanh nghiệp thực sự nắm giữ thị trường phân phối cả nước thông qua hợp tác với các đơn vị phân phối nội địa và là lực lượng gây ảnh hưởng nhiều nhất đến giá thuốc tại Việt Nam
- **Gần 100% nguyên liệu tân dược đang phải nhập khẩu, trong đó 86,5% từ Trung Quốc và 5% từ Ấn Độ (giá rẻ)**, một phần nhỏ từ Mỹ, Châu Âu, Nhật Bản, Hàn Quốc... Phân khúc thị trường ngành dược khá rõ rệt khi hầu hết các doanh nghiệp nội địa chủ yếu tập trung vào nhóm có thu nhập trung bình thấp (DHG, DMC, DLC, PMC, PPP, DHT...) và một số ít doanh nghiệp nhắm đến phân khúc thị trường yêu cầu chất lượng cao (Imexpharm, Pymepharco).

**Thông kê số lượng doanh nghiệp đạt chuẩn GPs qua các năm**

**Thông kê về hệ thống phân phối, lưu thông thuốc tại Việt Nam**

Loại hình	2007	2008	2009	2010	2011
Số doanh nghiệp trong nước (Cty TNHH, CTCP, DNTN, DNNN)	1,330	1,336	1,676	2,318	2,278
Số doanh nghiệp có vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài	22	37	39	39	39
Chi nhánh công ty tại các tỉnh	164	160	320	446	502
Tổng số khoa dược và các trạm chuyên khoa	977	1,012	1,099	1,213	1,213
Tổng số quầy bán lẻ	39,016	39,172	41,849	43,629	40,573
Tổng số nhà thuốc		9,066	11,629	10,250	10,533

(nguồn: Bộ Y tế)

**Thông kê quy mô doanh thu, lợi nhuận sau thuế, vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp dược nội địa năm 2012**

Doanh nghiệp dược nội địa	DTT 2012	LNST 2012	VCSH 2012
Dược Hậu Giang	2,931	491	1,688
Traphaco	1,401	128	451
Pymerpharco	1,011	92	433
Domesco	1,261	90	570
Imexpharm	818	78	714
Mekophar	1,101	70	432
SPM	430	65	655
OPC	504	56	340
Pharmedic	303	44	127
Danapha	284	26	150
Bidiphar	1,299	25	205
Vidipha	316	22	251
Dược Phẩm 3/2	204	20	102
Ladophar	423	20	73
Dược Cửu Long	612	19	250
Vimedimex	8,940	15	174
Dược Hà Tây	677	15	133
Dược Bến Tre	583	13	84
Medipharco	644	11	45
Agimexpharm	204	7	61
Foriphar	122	6	70
Yphaco	158	5	28
Uphace (TW 25)	132	5	67
Phabarco	510	2	85
Dược Phong Phú	92	2	31
Dopharma	52	1	30
Phytopharma	6,631	(1)	95

(Nguồn: FPT S tổng hợp)

**Triển vọng phát triển**

- Theo IMS, mức chi tiêu cho dược phẩm toàn từ nay đến năm 2016 tăng trưởng từ 3-6%/năm, tại các nước phát triển là 12 – 15%/năm.
- Tiềm năng phát triển ngành dược còn rất lớn với tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân 15 – 20%/năm. Chi tiêu cho thuốc trên đầu người tại Việt Nam còn thấp (năm 2012: 29USD, năm 2013: 34 USD). Dự kiến tổng tiền thuốc sử dụng bình quân tăng 18%/năm, tốc độ tăng dân số Việt Nam 2%/năm. Chi tiêu cho thuốc trên đầu người tăng 15,7%.
- Theo dự báo của IMS Health, vào năm 2016, mức chi tiêu cho dược phẩm của một người dân tại các nước phát triển là 609USD (gấp đôi mức chi tiêu tại Việt Nam dự phóng vào năm 2028 là 302USD), tại các nước đang phát triển là 91 USD.

**Vị thế của DHG**

CTCP Dược Hậu Giang là doanh nghiệp sản xuất dược phẩm nội địa lớn nhất Việt Nam hiện nay cả về thị phần lẫn quy mô doanh thu và lợi nhuận. DHG cũng là doanh nghiệp duy nhất lọt vào top 10 doanh nghiệp dược phẩm lớn nhất Việt Nam cùng các tập đoàn dược phẩm khổng lồ của thế giới như GSK, Sanofi – Aventis, Novartis, Spfizer... khi chiếm 5% tổng giá trị tiền sử dụng thuốc tại Việt Nam năm 2012 theo thống kê của IMS.

DHG tạo ra sự khác biệt so với các đối thủ cạnh tranh khác nhờ hệ thống mạng lưới phân phối rộng khắp lãnh thổ Việt Nam, len lỏi đến tận tuyến huyện, tuyến xã và các địa bàn vùng nông thôn, vùng sâu vùng xa, đặc biệt là khu vực Đồng bằng Sông Cửu Long. Các sản phẩm của DHG đa dạng về chủng loại, mẫu mã, giá cả, đáp ứng được nhiều phân khúc thị trường khác nhau, đảm bảo nhu cầu chữa bệnh của nhiều tầng lớp nhân dân.

**Bảng số liệu tài chính giai đoạn 2013 - 2028**

KQKD	2013	2016	2020	2024	2027	2028	CĐKT	2013	2016	2020	2024	2028
<b>Doanh thu thuần</b>	3,469	5,525	9,606	15,673	21,839	24,248	<b>Tài sản</b>					
- Giá vốn hàng bán	-1,908	-3,129	-5,733	-9,881	-14,343	-16,141	+ Tiền và tương đương	842	2,092	4,163	6,968	9,562
<b>Lợi nhuận gộp</b>	1,562	2,396	3,873	5,792	7,495	8,107	+ Đầu tư TC ngắn hạn	-	-	-	-	-
- Chi phí bán hàng	-729	-1,105	-1,921	-3,135	-4,368	-4,850	+ Các khoản phải thu	575	916	1,592	2,598	4,020
- Chi phí quản lý DN	-258	-411	-715	-1,166	-1,625	-1,804	+ Hàng tồn kho	650	1,067	1,955	3,369	5,503
<b>Lợi nhuận thuần HĐKD</b>	575	880	1,237	1,491	1,503	1,453	+ Tài sản ngắn hạn khác	3	5	9	14	22
+ Lợi nhuận tài chính	55	88	153	250	349	387	<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>2,071</b>	<b>4,080</b>	<b>7,719</b>	<b>12,949</b>	<b>19,107</b>
+ Lợi nhuận khác	136	-	-	-	-	-	+ TSCĐ	718	779	976	893	777
<b>Lợi nhuận trước thuế và lãi vay</b>	766	968	1,390	1,742	1,852	1,840	+ Khấu hao lũy kế	-301	-601	-1,008	-1,547	-1,964
- Chi phí lãi vay	-	-	-	-	-	-	+ Đầu tư tài chính dài hạn	17	17	17	17	17
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	766	968	1,390	1,742	1,852	1,840	+ Tài sản dài hạn khác	36	57	100	163	252
- Thuế TNDN	-169	-19	-90	-113	-204	-202	<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>770</b>	<b>853</b>	<b>1,092</b>	<b>1,072</b>	<b>1,046</b>
<b>LNST</b>	597	949	1,300	1,628	1,648	1,638	<b>Tổng Tài sản</b>	<b>2,841</b>	<b>4,933</b>	<b>8,811</b>	<b>14,021</b>	<b>20,152</b>
<b>LNST của cổ đông CT Mẹ</b>	597	949	1,300	1,628	1,648	1,638						
<b>EPS (đ)</b>	9,138	14,515	19,884	24,907	25,207	25,055	<b>Nợ &amp; Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2013</b>	<b>2016</b>	<b>2020</b>	<b>2024</b>	<b>2028</b>
<b>EBITDA</b>	816	1,068	1,493	1,849	1,951	1,940	+ Phải trả ngắn hạn	732	1,220	2,103	3,416	5,250
<b>Khấu hao</b>	50	100	103	108	99	100	+ Vay và nợ ngắn hạn	6	-	-	-	-
<b>Tăng trưởng doanh thu</b>	18%	16%	14%	12%	11%	11%	+ Phải trả ngắn hạn khác	726	1,220	2,103	3,416	5,250
<b>Tăng trưởng LN HĐKD</b>	23%	14%	8%	4%	-4%	-1%	<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>753</b>	<b>1,241</b>	<b>2,125</b>	<b>3,437</b>	<b>5,271</b>
<b>Tăng trưởng EBIT</b>	-	11%	7%	3%	-1%	-3%	+ Vay và nợ dài hạn	21.26	21.26	21.26	21.26	21.26
<b>Tăng trưởng EPS</b>	23%	14%	8%	4%	-4%	-1%	+ Phải trả dài hạn	-	-	-	-	-
							<b>Nợ dài hạn</b>	<b>21.26</b>	<b>21.26</b>	<b>21.26</b>	<b>21.26</b>	<b>21.26</b>
							<b>Tổng nợ</b>	<b>753</b>	<b>1,241</b>	<b>2,125</b>	<b>3,437</b>	<b>5,271</b>
							+ Cổ phiếu ưu đãi	-	-	-	-	-
							+ Thặng dư	-	-	-	-	-
							+ Vốn điều lệ	654	654	654	654	654
							+ LN chưa phân phối	592	1,073	1,971	3,141	4,430
							+ Lợi ích cổ đông thiểu số	16	16	16	16	16
							<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2,072</b>	<b>3,676</b>	<b>6,671</b>	<b>10,569</b>	<b>14,865</b>
							<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>2,841</b>	<b>4,933</b>	<b>8,811</b>	<b>14,021</b>	<b>20,152</b>
							<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>2013</b>	<b>2016</b>	<b>2020</b>	<b>2024</b>	<b>2028</b>
<b>Chỉ số khả năng sinh lợi</b>	<b>2013</b>	<b>2016</b>	<b>2020</b>	<b>2024</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>	Tiền đầu năm	719	1,733	4,175	7,059	10,536
Tỷ suất lợi nhuận gộp	45%	43%	40%	37%	34%	33%	Lợi nhuận sau thuế	597	968	1,390	1,742	1,840
Tỷ suất LNST	17%	17%	14%	10%	8%	7%	+ Khấu hao lũy kế	50	100	103	108	100
ROE DuPont	29%	26%	19%	15%	12%	11%	+ Điều chỉnh	0	0	0	0	0
ROA DuPont	21%	19%	15%	12%	9%	8%	+ Thay đổi vốn lưu động	-55	-128	-221	-348	-517
Tỷ suất EBIT	22%	18%	14%	11%	8%	8%	<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>647</b>	<b>1,068</b>	<b>1,493</b>	<b>1,849</b>	<b>1,940</b>
LNST / LNNT	78%	98%	94%	94%	89%	89%	+ Thanh lý tài sản cố định	0	0	0	0	0
LNNT / EBIT	133%	110%	112%	117%	123%	127%	+ Chi mua sắm TSCĐ	-250	-124	-388	-94	-156
Vòng quay tổng tài sản	1.22x	1.12x	1.09x	1.12x	1.18x	1.20x	+ Tăng (giảm) đầu tư	0	0	0	0	0
Đòn bẩy tài chính	1.37x	1.34x	1.32x	1.33x	1.35x	1.36x	+ Các hoạt động đầu tư khác	0	0	0	0	0
ROIC	29%	26%	19%	15%	12%	11%	<b>Tiền từ hoạt động đầu tư</b>	<b>-250</b>	<b>-124</b>	<b>-388</b>	<b>-94</b>	<b>-156</b>
							+ Cổ tức đã trả	-206	-327	-447	-560	-564
							+ Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0	0
							+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-13	-1	0	0	0
							+ Thay đổi nợ dài hạn	0	3	7	11	15
							+ Các hoạt động TC khác	0	0	0	0	0
							<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-219</b>	<b>-327</b>	<b>-447</b>	<b>-560</b>	<b>-564</b>
							<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>123</b>	<b>489</b>	<b>437</b>	<b>847</b>	<b>703</b>
							<b>Tiền cuối năm</b>	<b>719</b>	<b>1,733</b>	<b>4,175</b>	<b>7,059</b>	<b>10,536</b>

## DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ

Mức khuyến nghị trên dựa vào việc xác định mức chênh lệch giữa giá trị mục tiêu so với giá trị thị trường hiện tại của mỗi cổ phiếu nhằm cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư trong thời gian đầu tư 12 tháng kể từ ngày đưa ra khuyến nghị.

Mức kỳ vọng 18% được xác định dựa trên mức lãi suất trái phiếu Chính phủ 12 tháng cộng với phần bù rủi ro thị trường cổ phiếu tại Việt Nam.

Khuyến nghị	Diễn giải
<b>Kỳ vọng 12 tháng</b>	
<b>Mua</b>	Nếu giá mục tiêu <b>cao hơn</b> giá thị trường trên 18%
<b>Thêm</b>	Nếu giá mục tiêu <b>cao hơn</b> giá thị trường từ 7% đến 18%
<b>Theo dõi</b>	Nếu giá mục tiêu <b>so với</b> giá thị trường từ -7% đến 7%
<b>Giảm</b>	Nếu giá mục tiêu <b>thấp hơn</b> giá thị trường từ -7% đến -18%
<b>Bán</b>	Nếu giá mục tiêu <b>thấp hơn</b> giá thị trường trên -18%

## Tuyên bố miễn trách nhiệm

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

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

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

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 17 cổ phiếu DHG và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

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

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

### Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Trụ sở chính

Tầng 2 - Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,  
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam  
ĐT: (84.4) 37737070 / 2717171  
Fax: (84.4) 37739058

### Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

29-31 Nguyễn Công Trứ, Quận 1,  
Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam  
ĐT: (84.8) 62908686  
Fax: (84.8) 62910607

### Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Chi nhánh Tp. Đà Nẵng

100 Quang Trung, P. Thạch Thang, Quận  
Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam  
ĐT: (84.511) 3553666  
Fax: (84.511) 3553888