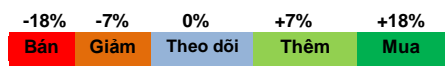


<b>Hoàng Hiếu Tri</b> Chuyên viên phân tích Email: trihh@fpts.com.vn Tel: (84) - 86290 8686 - Ext : 7596	Giá hiện tại	<b>94.500</b>					
	Giá mục tiêu	<b>111.000</b>					
	Tỷ suất sinh lời	<b>+17,5%</b>					
	Suất cổ tức	<b>2,2%</b>					
			<b>THÊM</b>				

## Diễn biến suất sinh lời cổ phiếu DHG



## TIÊU ĐIỂM

Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá lần đầu (ngày 09/01/2014) cổ phiếu DHG theo phương pháp FCF. Sau khi cập nhật lại mô hình định giá, chúng tôi nâng mức khuyến nghị từ THEO DÕI lên **THÊM** cổ phiếu này với giá mục tiêu 12 tháng tới (**vào tháng 8/2015**) là **111.000 đ/cp** (+17,5%). Giá mục tiêu cho thời điểm cuối năm (**31/12/2014**) là **104.000 đ/cp** (+10%).

Chúng tôi cũng cập nhật kết quả hoạt động kinh doanh 6 tháng đầu năm 2014 với các thông tin đáng chú ý như sau:

- **Doanh thu thuần 6 tháng đạt 1.704 tỷ đồng** (+10% so cùng kỳ năm 2013), hoàn thành 44% kế hoạch năm (3.880 tỷ đồng). Lợi nhuận trước thuế đạt 339 tỷ đồng (+9% so cùng kỳ 2013), hoàn thành 49,4% kế hoạch năm (686 tỷ đồng). LNST 6T đạt 272 tỷ đồng (+12,4% so với năm 2013).
- **Về kế hoạch doanh thu năm 2014**, chúng tôi ước tính DHG sẽ đạt 4.134 tỷ đồng (vượt 6,5% so với kế hoạch đề ra) nhờ 6 tháng cuối năm là mùa cao điểm của ngành dược do nhu cầu thuốc tăng mạnh vì đặc thù khí hậu nhiệt đới ẩm gió mùa tại Việt Nam.
- **Về lợi nhuận trước thuế năm 2014**: Chúng tôi ước tính DHG sẽ đạt 534 tỷ đồng (giảm 9,4% so với cùng kỳ năm 2013, hoàn thành 100% kế hoạch năm) do không còn khoản lợi nhuận bất thường như năm 2013 (đến từ thương vụ chuyển nhượng Eugica trị giá 122 tỷ đồng). EPS 2014 ước đạt 6.127 đồng/cp.
- Trao đổi với FPTS, đại diện DHG cho biết từ năm 2015, DHG sẽ bắt đầu áp dụng mức thuế suất ưu đãi 0% cho các sản phẩm sản xuất tại nhà máy mới (tại khu công nghiệp Tân Phú Thạnh tỉnh Hậu Giang, cách nhà máy cũ tại Cần Thơ 15km). Do đó, chúng tôi dự đoán **LNST của DHG sẽ có sự tăng trưởng đột biến trong năm 2015 (+38%)**. Tỷ trọng sản lượng từ các sản phẩm sản xuất tại nhà máy mới sẽ tăng dần từ mức 75% năm 2015 lên mức ổn định 80% từ năm 2016.
- **Chúng tôi đặc biệt quan tâm đến dòng sản phẩm Naturenz của DHG (xem chi tiết)**. Theo quan điểm của chúng tôi, tại Việt Nam chỉ có duy nhất dòng sản phẩm này hội đủ các tiêu chuẩn của một “thuốc Đông dược” với quy trình đầu tư rõ ràng từ khâu nghiên cứu, bào chế đến thử lâm sàng sản phẩm trên người bệnh. Sản phẩm này tạo nên sự khác biệt hoàn toàn so với các

### Thông tin giao dịch 01/08/2014

Giá hiện tại	94.500
Giá cao nhất 52 tuần (đ/CP)	110.000
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/CP)	94.000
Số lượng CP niêm yết (CP)	87.164.330
Số lượng CP lưu hành (CP)	87.404.200
KLGD BQ 3 tháng (CP/ngày)	19.655
% sở hữu nước ngoài	49%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	872
Vốn hóa (tỷ đồng)	8.260

### 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	Mạng lưới phân phối rộng, đầu tư lớn cho marketing
Rủi ro chính	Chính sách quản lý, nguyên liệu đầu vào, lãnh đạo kế cận

Danh sách cổ đông	Tỷ lệ (%)
SCIC	43,31%
Franklin Templeton Investment Funds	9,07%
Portal Global Limited	7,20%

CBCNV	3,30%
Cổ đông khác nước ngoài	32,73%
Cổ đông khác trong nước	4,39%
<b>Các đối thủ cạnh tranh chính</b>	
Glaxo Smith Kline (GSK – Anh)	
Imexpharm	
Pymepharco	
Stada Việt Nam	
Domesco	
Traphaco	

thuốc Đông dược khác (bản chất vốn là các loại thực phẩm chức năng không trải qua giai đoạn thử nghiệm lâm sàng để chứng minh công dụng trị liệu). Chúng tôi cho rằng **việc phát triển các sản phẩm tương tự như Naturenz là con đường đúng đắn duy nhất cho dòng sản phẩm có nguồn gốc tự nhiên nói riêng và đông dược nói chung** của Việt Nam để có thể được xuất khẩu và chấp nhận rộng rãi tại nhiều thị trường khác.

- Ở chiều ngược lại, **chúng tôi không đánh giá cao các dòng sản phẩm tân dược của DHG** do các sản phẩm này không tạo được sự khác biệt nổi bật nào so với các sản phẩm cùng loại. Bên cạnh đó, danh mục thuốc tân dược của DHG khá phổ thông, vì vậy áp lực cạnh tranh từ các sản phẩm tương tự ngày càng tăng cao, đặc biệt là áp lực từ các dòng thuốc của Ấn Độ.
- Về triển vọng phát triển dài hạn, bên cạnh lựa chọn phát triển đúng đắn cho dòng thuốc có nguồn gốc tự nhiên nêu trên, chúng tôi cho rằng **tập trung nguồn lực để phát triển và tận dụng ưu thế về mạng lưới phân phối** là hướng đi khá sáng cho DHG trong các năm sắp tới. Các động thái trong việc thay đổi chiến lược bán hàng, tiếp cận nhà thuốc và các hợp đồng ký kết gần đây (đặc biệt là với MSD – Merck & Co) cho thấy DHG đang đẩy mạnh quá trình “bỏ tối tìm sáng”. Hệ thống ERP sắp được đưa vào vận hành 100% trên toàn hệ thống cũng sẽ hỗ trợ khá tích cực cho DHG trong những năm sắp tới. Ngoài ra, chúng tôi cũng tiến hành so sánh DHG với một doanh nghiệp khá tương đồng trong khu vực là Kalbe Farma ([xem chi tiết tại phụ lục 1](#)).
- Tuy nhiên, chúng tôi dự báo các quy định ràng buộc hoạt động phân phối dược phẩm của các doanh nghiệp FDI tại Việt Nam sẽ sớm được dỡ bỏ. Đây vừa là cơ hội vừa là thách thức cho DHG trong những năm sắp tới. Cụ thể: **1) Cơ hội:** Các hãng dược lớn sẽ đẩy mạnh hợp tác với DHG nhằm tận dụng thế mạnh của mạng lưới phân phối có sẵn. **2) Thách thức:** Sự bành trướng một cách chính thức của các nhà phân phối hiện hữu, những tác nhân thực sự chi phối thị trường Việt Nam như Zuellig, DKSH, Mega Products... sẽ tạo áp lực rất lớn lên DHG.
- Chúng tôi cũng dành sự quan tâm lớn đến **nhân sự kế nhiệm vị trí CEO** sau khi nhiệm kỳ 2014 – 2018 kết thúc và bà Phạm Thị Việt Nga (linh hồn của DHG) mãn nhiệm. Theo tìm hiểu của chúng tôi, người được quy hoạch cho vị trí này là ông Đoàn Đình Duy Khương. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng vị trí CEO kế nhiệm sẽ là vấn đề lớn mà DHG phải giải quyết trong các năm sắp tới.
- **Triển vọng Myanmar:** theo trang tin Bloomberg, DHG đang xúc tiến kế hoạch thâm nhập vào thị trường tiềm năng tại Myanmar thông qua công ty Ánh Sao Việt. DHG cũng chưa có bất kỳ phát ngôn chính thức nào về vấn đề này. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng dự án này chỉ thực sự đáng ghi nhận sớm nhất là từ năm 2016 và hoàn toàn chưa có tác động gì đến hoạt động kinh doanh của DHG trong ngắn và trung hạn.

**Bảng 1: Các số liệu tài chính và dự phóng cho giai đoạn 2013 – 2018**

Chỉ tiêu	Đơn vị	2013	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	3,527	4,134	4,822	5,598	6,469	7,446
LN gộp	Tỷ đồng	1,640	1,832	2,106	2,407	2,736	3,093
LNST	Tỷ đồng	589	534	735	836	922	959
EPS	Đồng	9,015	6,127	8,442	9,601	10,578	11,014
DPS	Đồng	3,513	2,124	2,927	3,329	3,668	3,819
DPS/EPS	%	39%	35%	35%	35%	35%	35%
Tăng trưởng DT	%	20%	17%	17%	16%	16%	15%
Tăng trưởng LNST	%	21%	-9%	38%	14%	10%	4%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	%	47%	44%	44%	43%	42%	42%
ROE	%	30%	23%	26%	25%	24%	21%
ROA	%	19%	16%	19%	18%	17%	16%
P/E	Lần	12.6	18.6	13.5	11.9	10.8	10.4
P/B	Lần	3.8	4.3	3.6	3.0	2.5	2.2

*Nguồn: FPT S*
**CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP FCFF (kết hợp H-model cho giai đoạn chuyển tiếp)**

Giả định DCF	Giá trị	Tổng hợp định giá	đvt: tỷ đồng
WACC 2014	14,9%	Thời gian dự phóng	5 năm
Thuế suất 2014 (*)	22%	Tổng hiện giá dòng tiền	8.368
Chi phí vốn CSH	15,1%	(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn	795
<b>Lãi suất phi rủi ro</b>	<b>8,7%</b>	(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn	42
<b>Phần bù rủi ro</b>	<b>9,3%</b>	Giá trị vốn cổ phần	9.206
<b>Hệ số Beta</b>	<b>0,79</b>	Lợi ích cổ đông thiểu số	71
Tăng trưởng bình quân	16%	Giá trị vốn CSH công ty mẹ	9.050
Tăng trưởng bền vững	5%	Cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	87
		<b>Giá trị chiết khấu về cuối 2014</b>	<b>103.881</b>
		<b>Kỳ vọng đầu tư vốn cổ phần</b>	<b>15,0%</b>
		<b>Suất cổ tức ước tính</b>	<b>1,4%</b>
		<b>Giá kỳ vọng 12 tháng (đ/cp) (01/08/2015)</b>	<b>111.246</b>

(\*) Từ năm 2015, sản phẩm sản xuất tại nhà máy mới của DHG sẽ được hưởng thuế suất thuế TNDN ưu đãi 0% cho 4 năm, 5% cho 9 năm tiếp theo và 10% cho 2 năm cuối.

(\*\*) Ngày 9/7/2014, DHG đã giao dịch niêm yết bổ sung 21.787.901 cổ phiếu thường với tỷ lệ 3:1

Kỳ hạn	Thị giá hiện tại (01/08/2014)	Giá mục tiêu cũ (31/12/2014)	Giá mục tiêu mới	
			6 tháng (31/12/2014)	12 tháng (01/08/2015)
Trước pha loãng	<b>126.000</b>	<b>114.000</b>	139.000	<b>149.000</b>
Sau pha loãng (**)	<b>94.500</b>	<b>85.500</b>	104.000	<b>111.000</b>
<b>Suất sinh lời</b>		<b>-9,5%</b>	<b>10%</b>	<b>17,5%</b>

## CẬP NHẬT HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### Về các sản phẩm tân dược – đông dược

#### Các mốc phát triển chính của Naturenz

**Do Viện công nghệ sinh học thực hiện:**

**Bước 1:** Nghiên cứu trên động vật (thỏ và chuột).

**Bước 2:** Thử nghiệm về khả năng bảo vệ cơ thể trên bệnh nhân đã bị nhiễm độc TNT, Yperit, Dioxin...

**Bước 3:** Theo dõi sự đồng đều của các mẻ sản xuất khác nhau, các yếu tố độc hại như vi khuẩn, nấm mốc.

**Bước 4:** Thử trên một nhóm người tình nguyện nhỏ là cán bộ trong Viện Công nghệ Sinh học và người quen.

**Bước 5:** Thử nghiệm trên một số cựu chiến binh bị nhiễm chất độc dioxin trong thời gian chiến tranh và 600 lượt tình nguyện viên. Theo dõi, điều trị, có kiểm tra sức khỏe lâm sàng và trên 20 xét nghiệm sinh hóa, huyết học trước và sau khi dùng thuốc.

**Bước 6:** Thử nghiệm trên 157 cựu chiến binh bị nhiễm độc Dioxin.

#### Do DHG thực hiện

Thử lâm sàng trên bệnh nhân rối loạn chức năng gan không trong giai đoạn viêm gan cấp.

Đưa vào sản xuất quy mô lớn và thương mại hóa.



Theo quy chuẩn quốc tế, Naturenz chưa trải qua đầy đủ các bước thử nghiệm lâm sàng trước khi đưa vào thương mại hóa. **Naturenz được bán ra thị trường từ năm 2010, trong khi DHG chỉ vừa hoàn thành Pha 3 trong năm 2014**, do đó, theo tìm hiểu của FPTs, phần hướng dẫn sử dụng trong các hộp thuốc Naturenz đang lưu hành trên thị trường (sản xuất trước tháng 6/2014) đều thiếu hoàn toàn các nội dung sau:

- Chống chỉ định: Chưa tìm thấy tài liệu
- Thận trọng: Chưa tìm thấy tài liệu
- Tác dụng không mong muốn: Chưa tìm thấy tài liệu
- Quá liều và cách xử trí: Chưa tìm thấy tài liệu

Các mục nội dung quan trọng này dự kiến sẽ được DHG bổ sung trong các lô hàng Naturenz sản xuất từ nửa cuối năm 2014 trở đi.

#### Naturenz, tương lai của thuốc Đông dược Việt Nam

Naturenz có thể xem là một trong số ít thuốc phát minh của Việt Nam. Đây là loại thuốc trải qua 20 năm nghiên cứu với 6 bước thử nghiệm, 6 thành phần chính có nguồn gốc thiên nhiên, chứa 18 loại axit amin. Công dụng chính là hỗ trợ điều trị, tăng cường chức năng gan, tăng thải độc và hỗ trợ tiêu hóa. Đây là công trình nghiên cứu của Viện công nghệ sinh học (IBT), sau đó, DHG mua lại công trình này và thương mại hóa sản phẩm trên quy mô lớn.

Theo tìm hiểu của FPTs, Naturenz được doanh nghiệp xếp vào nhóm “thuốc” chứ không phải “thực phẩm chức năng”, do đó, việc quảng cáo cho dòng sản phẩm này phải tuân thủ quy định nghiêm ngặt của Bộ Y tế và gặp nhiều hạn chế trong việc truyền tải thông tin chi tiết của thuốc đến người tiêu dùng. Tuy nhiên, các dòng thực phẩm chức năng khác trên thị trường lại ít chịu ảnh hưởng từ quy định này do không phải là thuốc. ([chi tiết quy định quảng cáo thuốc](#))

Điểm khác biệt của Naturenz so với hầu hết các sản phẩm thuốc đông dược, thực phẩm chức năng khác là ở **khâu nghiên cứu và thử nghiệm lâm sàng** nhằm chứng minh công dụng thực tế của sản phẩm với các bằng chứng và số liệu thống kê rõ ràng, minh bạch ([xem thêm chi tiết về nghiên cứu lâm sàng của Naturenz](#)).

Tuy nhiên, Naturenz vẫn **chưa hoàn toàn là một thuốc phát minh** theo quy chuẩn quốc tế ([chi tiết về quy trình phát minh thuốc của Mỹ](#)) và vẫn chưa đủ cơ sở để chứng minh tính an toàn, ổn định cho cộng đồng người tiêu dùng do chỉ mới được thử nghiệm trên một không gian mẫu nhỏ (157 cựu chiến binh bị nhiễm Dioxin và khoảng 600 lượt tình nguyện viên) của **Pha 2** trong quá trình phát minh thuốc. Quá trình này còn **đòi hỏi Naturenz cần phải trải qua Pha 3**: Thử nghiệm trên quy mô lớn (hàng ngàn bệnh nhân với độ tuổi, giới tính, môi trường sống, làm việc, sinh hoạt... khác nhau) để thu thập thêm thông tin về độ an toàn và hiệu quả trên các nhóm dân số khác nhau, ở liều lượng sử dụng khác nhau và khả năng sử dụng phối hợp với các thuốc khác. Sau đó, **DHG còn phải trải qua Pha 4**: Giám sát tính an toàn của thuốc sau khi thương mại hóa.

➔ Chúng tôi cho rằng dù Naturenz vẫn chưa được đầu tư nghiên cứu một cách bài bản theo quy chuẩn nhưng có thể xem đây là một bước tiến đáng ghi nhận của ngành Đông dược Việt Nam khi ngành dược thế giới đang có xu hướng quay lại sử dụng các chế phẩm có nguồn gốc thiên nhiên hoặc được chiết xuất từ các loại thảo dược thân thiện với sức khỏe con người. Chúng tôi tin rằng các sản phẩm Đông dược của Việt Nam nếu được đầu tư nghiên cứu bài bản như Naturenz với các bằng chứng khoa học cụ thể sẽ giúp mở ra triển vọng cho “thuốc Việt” trên thị trường dược phẩm quốc tế.



**Thuốc tân dược, triển vọng không rõ ràng**

Trao đổi với Bloomberg, bà Phạm Thị Việt Nga (CEO của DHG) cho biết: “DHG đang chuẩn bị cho kịch bản lượng thuốc kháng sinh bán ra sụt giảm mạnh do những quy định chặt chẽ hơn”. Năm 2013, thuốc kháng sinh chiếm 41% tổng doanh thu của DHG.

Thống kê của FPTs về giá của một số loại thuốc của DHG so sánh với các sản phẩm cùng loại của các đối thủ cạnh tranh (ví dụ như dòng kháng sinh Amoxicillin thuộc nhóm Penicillin kết hợp với Acid Clavulanic, một trong những loại kháng sinh được tiêu thụ mạnh nhất tại Việt Nam và có mặt trong danh mục thuốc của hầu hết các hãng sản xuất thuốc tại Việt Nam) cho thấy DHG không chiếm ưu thế về giá so với các đối thủ trong nước. Klamentin 625mg của DHG có giá cao hơn 26% so với mức bình quân của các doanh nghiệp khác trong nước và thấp hơn 53% so với thuốc nhập ngoại.

**Bảng 2: Thống kê so sánh giá thuốc kháng sinh Amoxicillin (+acid clavulanic/625mg/viên uống)**

Tên sản phẩm	NSX	Đơn giá (đ/viên)			Ghi chú
Augmentin (patent)	GSK (Anh)	11.936			
Amoksiklav	Lek - Slovenia	9.800	-18%		
Clamax 625	Kwality Pharmaceutical (Ấn Độ)	9.600	-2%		
Clawucel	Lloyd Laboratories INC - Philippines	9.500	-1%		
Medoclav 625mg	Medochemie (Sip)	8.962	-6%		
Bimoclav 625	Aegis (Bắc Sip)	8.500	-5%	-47%	Chênh lệch giá giữa thuốc phát minh và thuốc sản xuất trong nước có giá cao nhất
Penfortin 625	Penta Labs (Ấn Độ)	8.500	0%		
Duonasa 500	Laboratorios Normon (TBN)	8.400	-1%		
MGP Moxinase	Health 2000 (Canada)	7.245	-14%		
OXAS TAB	Penmix (Hàn Quốc)	7.200	-1%		
KO-ACT-625	Aurobindo Pharma (Ấn Độ)	6.400	-11%		
pms - Claminat	Imexpharm	6.300	-2%		
Cledomox 625	Medopharm (Ấn Độ)	6.200	-2%		
Sanbeclaneksi	PT Sanbe (Indonesia)	6.190	0%		
Curam	Sandoz GmbH (Áo)	6.057	-2%	-64%	Chênh lệch giá giữa thuốc phát minh và Klamentin của DHG
Amclav 625	Alkem - Ấn Độ	5.800	-4%		
Alclave 625mg	Alkem - Ấn Độ	5.550	-4%		
Intas Clamo	Akums Drugs &Pharma (Ấn Độ)	4.900	-12%		
<b>Klamentin 625mg</b>	<b>Dược Hậu Giang</b>	<b>4.843</b>	<b>-1%</b>		
Duomoxyl 625	Vintanova (Ấn Độ)	4.300	-11%		
Klatrimox 625	Bidiphar	4.158	-3%		
Augclamox	Dược Hà Tây	3.910	-6%		
Augbidil 625	Bidiphar	3.864	-1%		
<b>Klamex 625</b>	<b>Dược Hậu Giang</b>	<b>3.800</b>	<b>-2%</b>	-77%	Chênh lệch giá giữa thuốc phát minh và thuốc trúng thầu có giá rẻ nhất của Phabarco
Clavmarksans	Marksans (Ấn Độ)	3.700	-3%		
Augbactam	Mekophar	3.500	-5%		
Midagentin	Minh Dân	3.381	-3%		
Auclanityl 625	Tipharco	3.339	-1%		
Vigentin 625mg	Phabarco	2.785	-17%		Nguồn: FPTs
<b>Ofmantine 625mg</b>	<b>Domesco</b>	<b>2.688</b>	<b>-3%</b>		<b>Thuốc trúng thầu tại Tp.HCM năm 2014</b>

Theo tìm hiểu của chúng tôi, DHG cùng Domesco là hai doanh nghiệp chuyên cung ứng nguyên liệu paracetamol của Mallinckrodt (nhà sản xuất nguyên liệu paracetamol lớn nhất và uy tín nhất thế giới) cho các đơn vị trong nước do công ty này chỉ bán nguyên liệu theo đơn vị container chứ không bán lẻ.

Ngoài ra, hầu hết các thuốc tân dược của DHG đều là các loại thuốc phổ thông, dễ sản xuất và rào cản gia nhập sản xuất không đáng kể. Ưu thế đáng kể của DHG trong mảng này chủ yếu đến từ giá nguyên liệu đầu vào cạnh tranh do mua với số lượng lớn (một phần phục vụ sản xuất và một phần dùng cho kinh doanh nguyên liệu, bán lại lô nhỏ cho các đơn vị trong nước). Tuy nhiên, trước áp lực cạnh tranh ngày càng lớn của các thuốc Ấn Độ và các đối thủ có thể mạnh về thuốc rẻ trong nước như Phabarco, Domesco, Minh Dân... cơ hội cho mảng tân dược của DHG trong các năm sắp tới là không rõ ràng.

Đáng chú ý, thông qua kết quả đấu thầu tập trung vào khu vực Tp.HCM năm 2014 vừa qua, chúng tôi phát hiện giá trúng thầu và giá kê khai của các doanh nghiệp (là giá mà họ bán ra thị trường qua kênh OTC và có kê khai với Bộ Y tế) có sự chênh lệch rất lớn, cụ thể là tại dòng sản phẩm kháng sinh Amoxicillin + Acid Clavulanic:

**Bảng 3: So sánh giá thuốc kháng sinh Amoxicillin (+acid clavulanic) trúng thầu năm 2014 tại Tp.HCM**

Tên doanh nghiệp	Sản phẩm	Đơn giá kê khai	Đơn giá trúng thầu	Chênh lệch	Tỷ suất lợi nhuận gộp (*)	Tổng giá trị trúng thầu (đồng)
Phabarco	VIGENTIN 875MG/125MG	16.860	3.170	432%	<b>81%</b>	12.841.463.950
Dược Hậu Giang	KLAMENTIN 500	10.815	3.255	232%	<b>70%</b>	1.307.468.400
Mekophar	AUGBACTAM 281,25 (Gói)	6.300	2.098	200%	<b>67%</b>	2.938.039.200
Domesco	OFMANTINE- DOMESCO 625MG	6.820	2.688	154%	<b>61%</b>	11.213.139.840
LD Đại Nam và SPM	CLAMOGENTIN 1,2G (tiêm)	35.490	18.200	95%	<b>49%</b>	6.080.620.000
Imexpharm	PMS-CLAMINAT 250/31.25MG	7.122	4.830	47%	<b>32%</b>	8.539.923.000
MARKSANS - Ấn Độ	CLAVMARKSANS 1000	6.600	5.900	12%	<b>11%</b>	4.142.596.500
MARKSANS - Ấn Độ	CLAVMARKSANS 625	4.000	3.700	8%	<b>8%</b>	2.195.413.500

(\*) Chúng tôi giả định đơn giá trúng thầu bằng với giá vốn sản xuất của doanh nghiệp, từ đó dùng để tính suất lợi nhuận gộp. Trên thực tế, tỷ suất này còn có thể cao hơn.

Nguồn: FPTS, Sở Y tế Tp.HCM

→ Hai bảng thống kê nêu trên cho thấy thực tế cạnh tranh gay gắt về giá giữa các doanh nghiệp dược phẩm Việt Nam và Ấn Độ hiện nay. Với mức lợi nhuận gộp rất cao như trên, các doanh nghiệp có thể chi các khoản tiền lớn cho các chiến lược marketing, chiết khấu bán hàng cho các đại lý nhà thuốc và bác sĩ. Về DHG, biên lợi nhuận gộp (tạm tính trên quan điểm thận trọng) cho dòng sản phẩm bột uống Klamentin 500 là gần 70%, hoặc có thể hiểu thuốc bán tại các hiệu thuốc (kênh OTC – kênh thương mại) mắc gấp 3 lần thuốc cùng loại sử dụng trong bệnh viện (kênh ETC – kênh điều trị).

Theo tìm hiểu của FPTS, sở dĩ có mức chênh lệch khá lớn về giá bán của cùng một loại sản phẩm (chỉ xét riêng các sản phẩm sản xuất trong nước) chủ yếu là do **giá thành nguyên liệu đầu vào** ([xem thêm chi tiết tại Báo cáo ngành dược phẩm, trang 18](#)), **vốn luôn tỷ lệ nghịch với chất lượng và hiệu quả của dược phẩm.**

## Về chiến lược bán hàng - marketing

### Ký hợp đồng phân phối

*MSD là một trong những tập đoàn dược phẩm lớn nhất trên thế giới hiện nay (đứng thứ 6 về doanh thu toàn cầu). Thành lập năm 1891, sau hơn 120 năm hoạt động, MSD luôn là tập đoàn đi đầu trong việc nghiên cứu và phát minh ra các loại thuốc mới. Một số thuốc bom tấn của MSD như **Gardasil** (vaccine chống virus HPV gây ung thư cổ tử cung, sùi mào gà...), **Singulair** (dự phòng và điều trị hen phế quản mạn tính, viêm mũi dị ứng), **Vioxx** (điều trị viêm khớp và giảm đau cấp tính)...*

Trong năm 2013 và 2014, DHG đã tiến hành hoạt động phân phối độc quyền 12 loại thuốc thuộc nhóm xương khớp, tim mạch và tiểu đường cho MSD (Merck Sharp & Dohme – Mỹ). 12 mặt hàng này đều là thuốc phát minh (patent drug). DHG là đơn vị được MSD chọn nhờ có hệ thống mạng lưới phân phối rộng. Trong lĩnh vực này, DHG đang cạnh tranh trực tiếp với Zuellig Pharma (Singapore) và DKSH (Thụy Sĩ), hai người khổng lồ trong lĩnh vực phân phối dược phẩm thông qua kênh ETC (đặc biệt là các dòng sản phẩm đặc trị) tại Việt Nam (Zuellig dẫn đầu kênh OTC và DKSH chi phối kênh ETC).

→ Chúng tôi đánh giá hoạt động **phân phối sản phẩm** của các tập đoàn nước ngoài sẽ là **hướng đi đầy tiềm năng cho DHG** trong các năm sắp tới nhờ hệ thống mạng lưới bán hàng/khách hàng/nhà thuốc có sẵn. Tuy nhiên, tiềm năng của DHG ở phân khúc này chủ yếu sẽ tập trung tại khu vực tỉnh và nông thôn, nơi dư địa tăng trưởng vẫn còn khá lớn. Tại khu vực các thành phố lớn, nhóm 3 doanh nghiệp nước ngoài (Zuellig, DKSH, Mega Products) đã chiếm khoảng 40% thị phần trong suốt một thời gian dài với đội ngũ trình dược viên hùng hậu, được đào tạo và trang bị bài bản, do đó, khả năng mở rộng của DHG tại khu vực này là không lớn. Ngoài ra, Bộ Công thương cũng đang xúc tiến hoàn thành Dự thảo mới thay thế quyết định 10/2007/QĐ-BTM, trong đó cho phép các doanh nghiệp FDI được quyền phân phối trực tiếp dược phẩm tại Việt Nam. Dự thảo này dự kiến sẽ hoàn thành và có hiệu lực trong năm 2015. Việc mở cửa cho các nhà phân phối chuyên nghiệp nước ngoài dự kiến sẽ gia tăng áp lực đáng kể lên DHG nói riêng và các doanh nghiệp phân phối dược phẩm trong nước nói chung.

**Hệ thống ERP:** Trao đổi với FPTTS, đại diện DHG cho biết doanh nghiệp sẽ hoàn thiện và đưa vào vận hành trên diện rộng hệ thống E.R.P từ năm 2015. Hệ thống này có các tính năng mà chúng tôi rất quan tâm như sau:

- Khả năng kiểm soát đội ngũ bán hàng (trình dược viên) trên quy mô cả nước theo thời gian thực, đồng nghĩa với các cán bộ quản lý có thể ngay lập tức truy cập cơ sở dữ liệu và biết được trình dược viên đang ở đâu, doanh số bao nhiêu, mức độ hoàn thành kế hoạch... nhằm nâng cao hiệu suất lao động của toàn doanh nghiệp.
- Khả năng kiểm soát và quản lý hàng tồn kho thành phẩm, nguyên liệu để tối ưu hóa dòng lưu chuyển nguyên liệu, hàng tồn kho, thành phẩm, đồng thời hỗ trợ hiệu quả cho các chương trình khuyến mãi sản phẩm, các chiến dịch marketing...
- Hình thành một bộ máy tự vận hành theo cả chiều ngang và chiều dọc, kết nối tất cả các bộ phận và giúp doanh nghiệp

Sơ lược tiểu sử của ông Đoàn Đình Duy Khương



Trình độ chuyên môn: Thạc sĩ kinh tế chuyên ngành Quản trị kinh doanh

Quá trình công tác:

- **Từ 1993 – 1996:** Phụ trách các chương trình quảng cáo Sampling cho Unilever.
- **Từ 1996 – 1997:** Sales Sup. cho Công ty Kỹ nghệ thực phẩm Việt Nam.
- **Từ 1997 - 12/1999:** Sales & Marketing Sup. cho Công ty VietNam Foremost tại Mekong.
- **Từ 3/2000 - 01/2003:** Nhân viên phòng kế hoạch XNLH DHG (chuyên phụ trách hội chợ và các hoạt động quảng bá thương hiệu).
- **Từ 02/2003 - 09/2004:** Phụ trách tổ phát triển sản phẩm và các hoạt động thương hiệu.
- **Từ 09/2004 - 10/2005:** Giám đốc Thương hiệu, Phó phòng Marketing DHG.
- **Từ 10/2005 – nay:** Phó TGD, Giám đốc Marketing, Trưởng phòng Marketing DHG.

Thông tin sơ lược về CTCP Dược phẩm Ánh Sao Việt

- **Tên giao dịch:** ASV PHARMA CORP
- **Địa chỉ:** L14-08B, Tòa Nhà Vincom Center, Số 72 Lê Thánh Tôn, Phường Bến Nghé, Quận 1, Thành Phố Hồ Chí Minh
- **Giám đốc/Đại diện pháp luật:** Đào Hữu Hoàng
- **Giấy phép kinh doanh:** 0310092064 | Ngày cấp: 09/09/2011
- **Mã số thuế:** 0310092064
- **Ngày hoạt động:** 01/07/2010

Đáng chú ý, ông Đào Hữu Hoàng cũng là chủ tịch HĐQT của CTCP S.P.M và là tổng giám đốc của Công ty TNHH Dược phẩm Đô Thành (đơn vị liên quan SPM).

vận hành trơn tru, nhờ đó, **giảm thiểu tối đa ảnh hưởng từ biến động nhân sự cấp cao và sự phụ thuộc vào một số cá nhân.**

### Về lãnh đạo kế nhiệm

Theo tìm hiểu của FPTIS, sau khi bà Phạm Thị Việt Nga thôi giữ chức CEO khi kết thúc nhiệm kỳ 2014 – 2018, ông Đoàn Đình Duy Khương nhiều khả năng sẽ là người kế nhiệm vị trí Tổng giám đốc của DHG. Ông Khương đang nắm giữ một số trọng trách sau:

- Thành viên HĐQT nhiệm kỳ 2014 – 2018.
- Phó TGD kiêm Giám đốc Marketing.

Ông Khương là nhân sự được bà Phạm Thị Việt Nga bồi dưỡng suốt một thời gian dài và cũng đã gặt hái được nhiều thành công trên cương vị lãnh đạo bộ phận kinh doanh và marketing. Tuy nhiên, vấn đề chúng tôi quan ngại là khả năng ông Khương “**thoát khỏi tầm ảnh hưởng tuyệt đối**” của bà Phạm Thị Việt Nga tại DHG và để lại dấu ấn riêng của bản thân. Vì vậy, chúng tôi cho rằng bà Nga vẫn sẽ giữ vai trò ảnh hưởng rất lớn đến DHG kể cả khi bà mãn nhiệm năm 2018.

Về vấn đề chuyên môn, chúng tôi cho rằng việc ông Khương không xuất thân là dược sĩ hoặc bác sĩ không phải là vấn đề trọng yếu. Thống kê của chúng tôi cho thấy, hầu hết các CEO và chủ tịch HĐQT của các doanh nghiệp dược phẩm của Việt Nam đều là các dược sĩ hoặc bác sĩ, tuy nhiên, các CEO của các tập đoàn dược phẩm lớn trên thế giới lại hầu hết xuất thân từ ngành tài chính hoặc luật. Bên cạnh đó, hệ thống E.R.P mà DHG dày công xây dựng trong suốt thời gian qua và sự tư vấn hỗ trợ từ các tổ chức tài chính dày dặn kinh nghiệm là các cổ đông sẽ giúp ông Khương dễ dàng vượt qua các trở ngại về chuyên môn khi tiếp quản vị trí CEO.

### Về triển vọng Myanmar

Theo nguồn thông tin từ Bloomberg: “DHG đang đàm phán với một công ty Việt Nam (ASV Việt Nam) để thành lập công ty liên doanh. DHG dự kiến đầu tư vào đây 91 tỷ đồng (tương đương 4,3 triệu USD ~73% vốn cổ phần) để sản xuất các sản phẩm y tế tương tự như những sản phẩm đang bán ở Việt Nam. Khi đã đạt được thỏa thuận, DHG có khả năng sẽ xây một nhà máy ở Myanmar vào năm 2015”.

Theo tìm hiểu của chúng tôi, **công ty này trước đây là liên doanh giữa CTCP S.P.M (SPM – HOSE) và một đối tác Myanmar** để xây dựng nhà máy dược phẩm ở Myanmar với vốn đầu tư 25 triệu USD thông qua đơn vị liên kết là công ty dược phẩm Ánh Sao Việt (vốn điều lệ 125 tỷ đồng – SPM góp vốn 30%). Theo kế hoạch, dự án nhà máy này sẽ hoàn thành vào cuối năm 2011 và bắt đầu ghi nhận doanh thu từ năm 2012. Tuy nhiên, đến thời điểm 31/06/2014, SPM chỉ mới đầu tư vào dự án này gần 3 tỷ đồng (0.5% kế hoạch).



**Thông tin sơ lược về Myanmar**

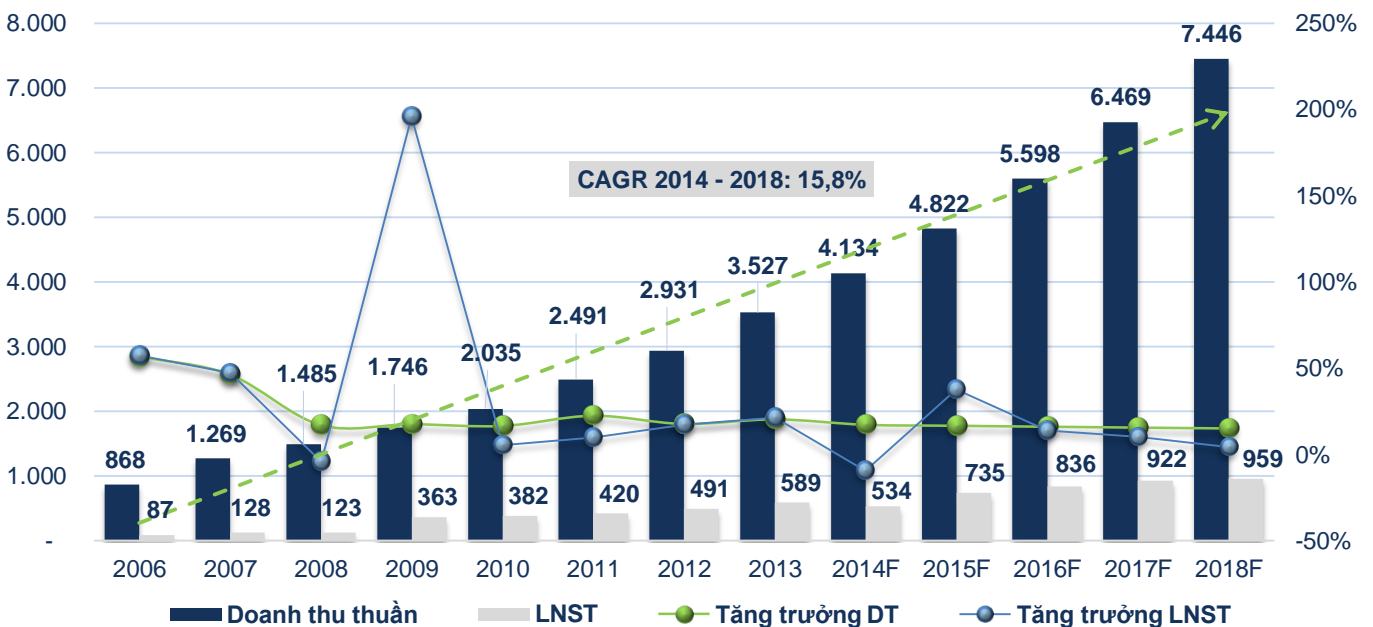
- **Diện tích:** 676.578 km<sup>2</sup>
- **Dân số:** 61,1 triệu người (2012)
- **Thu nhập đầu người:** 915 USD
- **Thủ đô:** Naypyidaw, tên mới là Yan Lon, nghĩa là “an toàn” (trước đây là Yangon)
- **Thế chế:** Cộng hòa liên bang
- **Tôn giáo:** 80% theo đạo phật
- **Sắc tộc:** 68% là người Bamar
- **3 thành phố lớn nhất và dân số:**
  - ✓ Yangon: 4,6 triệu dân.
  - ✓ Mandalay: 1,2 triệu dân.
  - ✓ Naypyidaw: 924 ngàn dân.

Nguyên nhân, theo phía SPM cho biết, là do tình hình thị trường diễn biến không thuận lợi, tình hình kinh tế toàn cầu bất ổn trong giai đoạn 2010 – 2011 khiến phía đối tác không còn năng lực đầu tư, do đó, dự án nhà máy dược phẩm tại Myanmar đang phải trì hoãn nhằm tìm kiếm đối tác mới phù hợp hơn.

Nhận thấy cơ hội từ thị trường Myanmar, DHG đã và đang đánh giá tính khả thi của dự án này và xem xét đàm phán mua lại giấy phép đầu tư vào dự án này (dự án đã xin được giấy phép, đây là khâu khó khăn nhất trong toàn bộ quá trình đầu tư vào Myanmar). Theo nguồn tin của chúng tôi, DHG thậm chí đã tìm được đầu ra ổn định cho dược phẩm của dự án này. Tuy nhiên, chúng tôi chưa phản ánh tác động của dự án này vào mô hình định giá do dự án chưa thực sự được triển khai với các thông tin chính thống và chi tiết. Chúng tôi đánh giá khá cao triển vọng từ thị trường Myanmar sẽ tiếp tục cập nhật thông tin về dự án này trong các bản tin sau.

**CẬP NHẬT DỰ PHÓNG TÀI CHÍNH VÀ MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ**

Chúng tôi cho rằng DHG sẽ trải qua 2 bước ngoặt chính, bao gồm: **1) Bước ngoặt về lợi nhuận:** Tăng trưởng LNST giảm 9% trong năm 2014 do không còn khoản thu nhập bất thường và tăng mạnh 38% vào năm 2015 nhờ bắt đầu được hưởng ưu đãi thuế suất thuế TNDN 0% từ nhà máy mới. **2) Bước ngoặt về tổ chức:** Năm 2018 bà Phạm Thị Việt Nga sẽ kết thúc nhiệm kỳ cuối và chính thức về hưu, vị trí CEO nhiều khả năng sẽ do ông Đoàn Đình Duy Khương đảm nhiệm. Do đó, chúng tôi thu hẹp thời gian dự phóng từ 15 năm (đến năm 2028 - thời gian DHG được hưởng ưu đãi thuế TNDN) xuống 5 năm (đến năm 2018) để giảm thiểu sự sai lệch trong mô hình dự phóng định giá.

**Biểu đồ 1: Doanh thu – lợi nhuận và dự phóng tăng trưởng giai đoạn 2006 – 2018**


Nguồn: FPT S

**CÁC THAY ĐỔI LỚN TRONG MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ**

Chỉ tiêu	Báo cáo lần đầu	Cập nhật	Diễn giải
<b>Các chỉ tiêu trên báo cáo kết quả HĐSXKD</b>			
Thời gian bắt đầu hưởng thuế suất ưu đãi 0%	Năm 2014	Năm 2015	DHG chuyển thời hạn này sang năm 2015 để hưởng trọn một năm ưu đãi thuế thay vì chỉ hưởng nửa năm nếu bắt đầu hạch toán từ 2014.
Chi phí bán hàng	20% doanh thu thuần	22% doanh thu thuần	Tăng cường đầu tư cho mạng lưới và đội ngũ bán hàng, các chương trình chiến dịch marketing.
Chi phí QLDN	7,4% doanh thu thuần	7,5% doanh thu thuần	
<b>Các chỉ tiêu trong mô hình định giá</b>			
Thời gian dự phóng	15 năm	5 năm	Phù hợp với bước ngoặt lớn về nhân sự năm 2018.
Beta	0,23	0,77	Hệ số Beta điều chỉnh theo biến động của VNINDEX và biến động giá DHG trong 7 tháng gần nhất.
Lãi suất phi rủi ro	8,9%	6,86%	Cập nhật giá trúng thầu trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm thay cho kỳ hạn 15 năm trước đây.
Lãi suất kỳ vọng của thị trường	5,75%	5%	Cập nhật theo dữ liệu của giáo sư Damodaran.
Rủi ro quốc gia	4,13%	4,34%	Cập nhật theo dữ liệu của giáo sư Damodaran, một phần phản ánh sự kiện Biển Đông gần đây.
Thời điểm chiết khấu dòng tiền	Cuối năm 2013	Cuối năm 2014	Phản ánh chính xác hơn theo hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.
Cổ tức bằng tiền mặt đã trả	3.500 đồng/cp đã trả trong năm 2013	1.500 đồng/cp đã trả trong năm 2014	

## Phụ lục 1: Kalbe Farma, tầm gương hình mẫu cho DHG

Nghiên cứu của FPTSS cho thấy, **Kalbe Farma** (KLBF IJ – Indonesia) là doanh nghiệp có nhiều điểm tương đồng nhất với **DHG** và đã đi trước DHG một quãng đường dài. Cả 2 doanh nghiệp đều là những doanh nghiệp nội địa đầu ngành với tầm bao phủ và ảnh hưởng trải rộng khắp quốc gia.

Kalbe Farma đang là doanh nghiệp niêm yết ngành dược phẩm lớn nhất tại khu vực Đông Nam Á với 4 mảng hoạt động chính: Thuốc kê toa (thuốc phát minh, thuốc generic có thương hiệu và thuốc generic không có thương hiệu); Chăm sóc sức khỏe gồm 2 mảng lớn là thuốc OTC và nước uống tăng lực/thức uống nhanh; Sản phẩm dinh dưỡng (nhiều dòng sữa khác nhau như sữa cho phụ nữ mang thai, sữa cho người bị tiểu đường); Phân phối và logistic.

**Bảng 4: So sánh một số chỉ tiêu cơ bản giữa DHG và Kalbe Farma**

Mã Bloomberg	Tên doanh nghiệp	Vốn hóa (tỷ VND)	P/E	ROE	ROE bình quân 5 năm	Doanh thu 12T	EBIT 12T	Tăng trưởng doanh thu 3 năm gần nhất
DHG VN Equity	Dược Hậu Giang	8.192	13,4	32,9%	34%	3.681	675	20,1%
KLBF IJ Equity	KALBE FARMA	148.687	40,3	25,9%	25%	31.506	4.941	16,3%
<b>Chênh lệch</b>		<b>1715%</b>	<b>201%</b>	<b>-21%</b>	<b>-25%</b>	<b>756%</b>	<b>632%</b>	<b>-19%</b>

Nguồn: FPTSS, Bloomberg

Cơ cấu doanh thu của Kalbe Farma:

- Thuốc kê toa: 24%
- Chăm sóc sức khỏe: 16%
- Sản phẩm dinh dưỡng: 24%
- Phân phối: 36%

Thị phần tại thị trường Indonesia: 12%

Tỷ trọng kênh thương mại (OTC): 41%

Tỷ trọng kênh điều trị (ETC): 59% (trong đó thuốc bản quyền và có thương hiệu: chiếm 86%, thuốc không có thương hiệu chiếm 14%)

**Bảng 5: Tiềm lực và thị phần của Kalbe Pharma tại thị trường Indonesia**

Chỉ tiêu	Thuốc kê toa	Chăm sóc sức khỏe	Sản phẩm dinh dưỡng	Phân phối và Logistic
<b>Nền tảng hạ tầng</b>	Trên 2.300 trình dược viên	Trên 1.000 nhân viên marketing và kinh doanh	Trên 1.000 nhân viên marketing	Trên 2.000 nhân viên kinh doanh và marketing Trên 4.000 nhân công 65 chi nhánh marketing (42 thuộc công ty mẹ và 23 công ty con) Trên 1.000 xe vận tải Trên 500 xe mô tô
<b>Mức độ bao phủ thị trường Indonesia</b>	70% thị phần OTC 90% thị phần ETC Tất cả các bệnh viện Tất cả các nhà thuốc	Trực tiếp bao phủ 200.000 cửa hàng Sản phẩm có mặt tại hơn 1 triệu cửa hàng (chiếm 80% tổng số cửa hàng chăm sóc sức khỏe)	Bao phủ khắp thị trường Indonesia	80% của thị trường chăm sóc sức khỏe 100% của thị trường thuốc kê toa
<b>Ghi chú</b>	Đội ngũ marketing lớn nhất Indonesia		Đơn vị mạnh nhất trong mảng quảng cáo qua truyền hình trong phân khúc sản phẩm dinh dưỡng	Nguồn lực bán hàng mạnh nhất Indonesia

Nguồn: FPTSS, Kalbe Farma

Phụ lục 2: Quy trình phát minh ra một loại thuốc mới theo chuẩn của Mỹ (USFDA)



U.S. Food and Drug Administration

QUY TRÌNH PHÊ DUYỆT THUỐC MỚI

Định nghĩa thuốc theo FDA?

Thuốc là bất kỳ sản phẩm nào dự định được sử dụng để chẩn đoán, làm thuyên giảm bệnh, điều trị hay phòng ngừa bệnh; và chúng có thể ảnh hưởng tới cấu trúc hoặc một số chức năng của cơ thể.



TIỀN LÀM SÀNG

Nghiên cứu và sàng lọc phân tử thuốc mới

LÀM SÀNG

Thử nghiệm lâm sàng các phân tử thuốc mới



Phát triển thuốc

Nhà tài trợ phát triển triển một công thức thuốc mới và cố gắng có được sự chấp thuận của FDA để thuốc được đưa vào thị trường Mỹ.



Thử trên thú

Kiểm tra độc tính của các thuốc mới trên động vật. Nhiều loài được sử dụng giúp thu thập những thông tin cơ bản về tính an toàn và hiệu quả của hợp chất đang được nghiên cứu/khảo sát.



Đăng ký IND

Gửi đơn đăng ký thuốc nghiên cứu mới (IND) tới FDA dựa trên kết quả của thử nghiệm ban đầu, bao gồm các nội dung: thành phần trong thuốc, sản xuất và phát triển kế hoạch tiến hành thử nghiệm thuốc trên người.

ĐÁNH GIÁ IND

FDA xem xét IND (Investigational New Drug) để đảm bảo rằng các thử nghiệm lâm sàng sẽ thực hiện không đặt con người vào các yếu tố nguy cơ gây hại. FDA cũng chứng thực sự đồng thuận và bảo vệ con người.



PHASE 1

20-80

Số lượng người tình nguyện khỏe mạnh điển hình được sử dụng ở phase 1, phase này tập trung vào tính an toàn. Mục tiêu của phase này là xác định những tác dụng phụ thường gặp nhất của thuốc và đôi khi là con đường chuyển hóa và bài tiết thuốc.



PHASE 2

100's

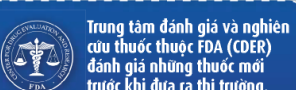
Số lượng người bệnh điển hình được sử dụng ở phase 2, phase này tập trung vào hiệu quả điều trị. Mục tiêu là có được những dữ liệu sơ bộ về việc liệu thuốc hoạt động ở những người mang đúng bệnh hoặc trong điều kiện nhất định. Trong những thử nghiệm có điều kiện, nhóm bệnh nhân được sử dụng thuốc được so sánh với những bệnh nhân tương tự sử dụng một phương pháp điều trị khác - thường là giả dược (placebo) hoặc một thuốc khác. Tiếp tục đánh giá độ an toàn và nghiên cứu tác dụng phụ ngắn hạn. Sau khi kết thúc phase 2, FDA và công ty nghiên cứu thuốc mới thảo luận về cách tiến hành các nghiên cứu quy mô lớn trong phase 3.



PHASE 3

1000's

Số lượng bệnh nhân điển hình được sử dụng trong phase 3. Nghiên cứu thu thập thêm thông tin về độ an toàn và hiệu quả, tiến hành trên những dân số khác nhau, ở những liều khác nhau và sử dụng thuốc phối hợp với các thuốc khác.



Trung tâm đánh giá và nghiên cứu thuốc của FDA (CDER) đánh giá những thuốc mới trước khi đưa ra thị trường.

Những đánh giá được đưa ra bởi trung tâm này không chỉ giúp tránh những thông tin sai lệch mà còn cung cấp cho bác sĩ và bệnh nhân những thông tin giúp họ sử dụng thuốc đúng cách. CDER bảo đảm thuốc, bao gồm cả thuốc brand name và generic, đều đem lại hiệu quả và lợi ích cho sức khỏe lớn hơn nhiều so với những rủi ro được biết đến.



Ai là người sẽ đánh giá thuốc mới?

Một nhóm thuốc CDER bao gồm bác sĩ, nhà thống kê, nhà hóa học, dược sĩ và nhiều nhà khoa học khác đánh giá thông tin của thuốc đang được đầu tư và đề xuất ghi nhãn thuốc.



Những sản phẩm khác nào được FDA quy định là thuốc?

Ngoài thuốc trị bệnh, "thuốc" còn bao gồm mỹ phẩm. Ví dụ như kem đánh răng có chứa flo, khử mùi (không bay mùi), dầu gội trị gàu, và kem chống nắng - tất cả đều được xếp vào thuốc.



NỘP PHÊ DUYỆT NDA

FDA đánh giá hồ sơ phê duyệt thuốc mới (NDA-new drug application)

GIÁ NHẬP THỊ TRƯỜNG

Hệ thống đánh giá nguy cơ sau phê duyệt của FDA

Nhãn thuốc

FDA đánh giá việc ghi nhãn thuốc và đảm bảo những thông tin thích hợp được cung cấp cho các chuyên gia chăm sóc sức khỏe cũng như người sử dụng.

Đánh giá hồ sơ

Sau khi nhận được NDA, FDA có 60 ngày để quyết định nộp đơn lên để xem xét tiếp không. Nếu FDA thông qua NDA, một nhóm của FDA được giao trọng trách đánh giá nghiên cứu về tính an toàn và hiệu quả của thuốc.

Nộp hồ sơ NDA

Các công ty nghiên cứu thuốc chính thức yêu cầu FDA phê duyệt thuốc bằng cách gửi hồ sơ NDA (New Drug Application). NDA bao gồm tất cả dữ liệu về thử nghiệm trên động vật và người và phân tích dữ liệu cũng như những thông tin về quá trình thuốc trong cơ thể và quy trình sản xuất thuốc.

Họp hội đồng

FDA gặp gỡ công ty nghiên cứu thuốc trước khi trình đơn xin thuốc mới.



Kiểm tra nhà máy

FDA kiểm tra các cơ sở nơi mà thuốc sẽ được sản xuất.

Phê duyệt nhanh

Chương trình "tăng tốc phê duyệt" cho phép đẩy nhanh quá trình phê duyệt các thuốc điều trị các bệnh nghiêm trọng và lặp lại một nhu cầu về y tế chưa được đáp ứng. Việc phê duyệt tiến hành nhanh hơn bởi FDA có thể căn cứ vào hiệu quả của thuốc từ một kết quả "thay thế điểm nóng", như là xét nghiệm máu hay X-quang, hơn là việc chờ kết quả từ thử nghiệm lâm sàng.

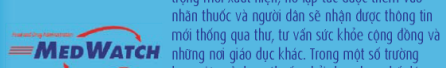
Chương trình theo dõi nhanh giúp làm giảm thời gian FDA xem xét các thuốc điều trị bệnh nghiêm trọng hay bệnh đe dọa tính mạng và có điểm nóng giải quyết được nhu cầu về y tế chưa được đáp ứng. Các nhà đầu tư thuốc có thể gửi một phần của đơn đề nghị như những thông tin liên lạc ("cuốn chiếu") thay vì phải chờ đợi cho đến khi có tất cả các thông tin.

PHASE 4

Do không thể dự đoán được tất cả tác động của thuốc trong những thử nghiệm lâm sàng, nên việc giám sát tính an toàn của thuốc sau khi thuốc đã được đưa ra thị trường là rất quan trọng. Hệ thống an toàn này của FDA có vai trò phát hiện các tác dụng phụ không mong muốn nghiêm trọng và có hành động dứt khoát khi cần thiết.

Khi FDA đã phê duyệt thuốc, giai đoạn giám sát sau khi đưa ra thị trường được bắt đầu. FDA yêu cầu các nhà đầu tư (thường là nhà sản xuất) định kỳ cập nhật tính an toàn của thuốc.

Hệ thống MedWatch của FDA giúp bác sĩ và người dùng thuốc đề phòng báo cáo những biến cố bất lợi xảy ra. Thông thường, khi một nguy cơ nghiêm trọng mới xuất hiện, nó lập tức được thêm vào nhãn thuốc và người dân sẽ nhận được thông tin mới thông qua thư, tv, văn sức khỏe cộng đồng và những nơi giao dịch khác. Trong một số trường hợp, việc sử dụng thuốc phải được hạn chế đáng kể. Và trong một số trường hợp hiếm gặp, thuốc có thể bị thu hồi.



www.fda.gov/medwatch  
(800) FDA-1088 (322-1088) phone  
(800) FDA-0178 (322-0178) fax

12 FDA

PHÊ DUYỆT

FDA sẽ phê duyệt hồ sơ hoặc gửi thông cáo bảo chi.

PDUFA

Kể từ khi PDUFA được thông qua năm 1992, hơn 1.000 thuốc và chế phẩm sinh học đã được đưa ra thị trường, bao gồm những thuốc mới điều trị ung thư, AIDS, bệnh lý tim mạch, và nhiễm trùng đe dọa tính mạng.

PDUFA đã mang lại cho FDA quyền truy cập các thuốc mới nhanh hoặc nhanh so với bất kỳ đâu trên thế giới, trong khi tất cả cùng duy trì quy trình đánh giá thuốc mới. Theo PDUFA, các công ty được đồng ý trả khoản phí giúp tăng nguồn vốn cho FDA, và FDA đồng ý đưa ra khung thời gian để xem xét các NDA.





**Dự phóng báo cáo tài chính giai đoạn 2013 – 2018**
*đvt: tỷ đồng*

KQKD	2013	2014	2015	2016	2017	2018	ĐDKT	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Doanh thu thuần</b>	3.527	4.134	4.822	5.598	6.469	7.446	<b>Tài sản</b>						
- Giá vốn hàng bán	-1.887	-2.303	-2.716	-3.191	-3.734	-4.353	+ Tiền và tương đương	613	625	950	1.314	1.786	2.127
<b>Lợi nhuận gộp</b>	1.640	1.832	2.106	2.407	2.736	3.093	+ Đầu tư TC ngắn hạn	170	170	170	170	170	170
- Chi phí bán hàng	-770	-903	-1053	-1222	-1412	-1626	+ Các khoản phải thu	667	685	799	928	1.072	1.234
- Chi phí quản lí DN	-271	-311	-363	-421	-486	-560	+ Hàng tồn kho	758	785	926	1.088	1.273	1.484
<b>Lợi nhuận thuần HĐKD</b>	600	618	691	764	837	907	+ Tài sản ngắn hạn khác	24	23	27	31	36	41
+ Lợi nhuận tài chính	32	66	77	89	103	119	<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>2.233</b>	<b>2.288</b>	<b>2.872</b>	<b>3.530</b>	<b>4.337</b>	<b>5.057</b>
+ Lợi nhuận khác	151	-	-	-	-	-	+ TSCĐ	799	967	988	1.013	976	1.066
<b>Lợi nhuận trước thuế và lãi vay</b>	782	684	768	854	940	1.026	+ Khấu hao lũy kế	-294	-394	-495	-596	-698	-800
- Chi phí lãi vay	-	-	-	-	-	-	+ Đầu tư tài chính dài hạn	21	21	21	21	21	21
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	782	684	768	854	940	1.026	+ Tài sản dài hạn khác	28	43	50	58	67	77
- Thuế TNDN	-188	-151	-32	-17	-19	-67	<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>848</b>	<b>1.031</b>	<b>1.058</b>	<b>1.092</b>	<b>1.064</b>	<b>1.164</b>
<b>LNST</b>	594	534	735	836	922	959	<b>Tổng Tài sản</b>	<b>3.081</b>	<b>3.319</b>	<b>3.931</b>	<b>4.622</b>	<b>5.401</b>	<b>6.221</b>
LNST của cổ đông CT Mẹ	594	534	735	836	922	959							
EPS (đ)	9.015	6.127	8.442	9.601	10.578	11.014	<b>Nợ &amp; Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
EBITDA	853	784	869	954	1042	1128	+ Phải trả ngắn hạn	1.030	927	1.068	1.224	1.413	1.619
Khấu hao	71	100	101	101	101	102	+ Vay và nợ ngắn hạn	127	42	14	-	-	-
Tăng trưởng doanh thu	20%	17%	17%	16%	16%	15%	+ Phải trả ngắn hạn khác	903	885	1.054	1.224	1.413	1.619
Tăng trưởng LN HĐKD	21%	-9%	38%	14%	10%	4%	<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>1.081</b>	<b>978</b>	<b>1.119</b>	<b>1.275</b>	<b>1.464</b>	<b>1.670</b>
Tăng trưởng EBIT	-	3%	12%	11%	10%	8%	+ Vay và nợ dài hạn	50,94	50,94	50,94	50,94	50,94	50,94
Tăng trưởng EPS	21%	-32%	38%	14%	10%	4%	+ Phải trả dài hạn	-	-	-	-	-	-
							<b>Nợ dài hạn</b>	<b>50,94</b>	<b>50,94</b>	<b>50,94</b>	<b>50,94</b>	<b>50,94</b>	<b>50,94</b>
<b>Chỉ số khả năng sinh lợi</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>Tổng nợ</b>	<b>1.081</b>	<b>978</b>	<b>1.119</b>	<b>1.275</b>	<b>1.464</b>	<b>1.670</b>
Tỷ suất lợi nhuận gộp	47%	44%	44%	43%	42%	42%	+ Cổ phiếu ưu đãi	-	-	-	-	-	-
Tỷ suất LNST	17%	13%	15%	15%	14%	13%	+ Thặng dư	-	-	-	-	-	-
ROE DuPont	30%	23%	26%	25%	24%	21%	+ Vốn điều lệ	654	872	872	872	872	872
ROA DuPont	19%	16%	19%	18%	17%	15%	+ LN chưa phân phối	560	444	586	746	923	1.107
Tỷ suất EBIT	22%	17%	16%	15%	15%	14%	+ Lợi ích cổ đông thiểu số	18	18	18	18	18	18
LNST / LNNT	76%	78%	96%	98%	98%	94%	<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.981</b>	<b>2.323</b>	<b>2.794</b>	<b>3.329</b>	<b>3.919</b>	<b>4.533</b>
LNNT / EBIT	130%	111%	111%	112%	112%	113%	<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>3.081</b>	<b>3.319</b>	<b>3.931</b>	<b>4.622</b>	<b>5.401</b>	<b>6.221</b>
Vòng quay tổng tài sản	1,15x	1,25x	1,23x	1,21x	1,20x	1,20x							
Đòn bẩy tài chính	1,55x	1,43x	1,41x	1,39x	1,38x	1,37x	<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
ROIC	28%	23%	26%	25%	24%	21%	Tiền đầu năm	719	613	789	1.158	1.550	2.055
							Lợi nhuận sau thuế	782	684	768	854	940	1.026
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	+ Khấu hao lũy kế	71	100	101	101	101	102
Số ngày phải thu	64	61	61	61	61	61	+ Điều chỉnh	-47	0	0	0	0	0
Số ngày tồn kho	123	124	124	124	124	124	+ Thay đổi vốn lưu động	-321	-70	-96	-131	-153	-179
Số ngày phải trả	33	25	25	25	25	25	<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>805</b>	<b>784</b>	<b>869</b>	<b>954</b>	<b>1.042</b>	<b>1.128</b>
Thời gian luân chuyển tiền	154	148	147	147	147	147	+ Thanh lý tài sản cố định	6	0	0	0	0	0
COGS / Hàng tồn kho	2,49	2,93	2,93	2,93	2,93	2,93	+ Chi mua sắm TSCĐ	-349	-268	-122	-126	-64	-192
							+ Tăng (giảm) đầu tư	-170	0	0	0	0	0
<b>Chỉ số TK/Đòn bẩy TC</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	+ Các hoạt động đầu tư khác	44	0	0	0	0	0
CS thanh toán hiện hành	2,2	2,5	2,7	2,9	3,1	3,1	<b>Tiền từ hoạt động đầu tư</b>	<b>-468</b>	<b>-268</b>	<b>-122</b>	<b>-126</b>	<b>-64</b>	<b>-192</b>
CS thanh toán nhanh	1,4	1,6	1,8	2,0	2,2	2,2	+ Cổ tức đã trả	-230	-185	-255	-290	-320	-333
CS thanh toán tiền mặt	0,6	0,7	0,9	1,1	1,3	1,3	+ Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0	0	0
Nợ / Tài sản	0,0	0,0	0,0	-	-	-	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	108	-85	-28	-14	0	0
Nợ / Vốn sử dụng	0,1	0,0	0,0	-	-	-	+ Thay đổi nợ dài hạn	0	0	0	0	0	0
Nợ / Vốn CSH	0,1	0,0	0,0	-	-	-	+ Các hoạt động TC khác	0	0	0	0	0	0
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,0	0,0	0,0	-	-	-	<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-122</b>	<b>-270</b>	<b>-283</b>	<b>-304</b>	<b>-320</b>	<b>-333</b>
Nợ dài hạn / Vốn CSH	-	-	-	-	-	-	Tổng lưu chuyển tiền tệ	-106	176	368	393	505	424
							<b>Tiền cuối năm</b>	<b>719</b>	<b>613</b>	<b>789</b>	<b>1.158</b>	<b>1.550</b>	<b>2.055</b>

**LỊCH SỬ KHUYẾN NGHỊ**

Ngày	Phương pháp	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
09/01/2014 (*)	FCFF	<b>THEO DÕI</b>	85.500	85.500
04/08/2014	FCFF	<b>THÊM</b>	94.500	111.000

**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 24 cổ phiếu DHG và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu DHG nào.

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.fpts.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**

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times  
Square, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm,  
Q.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