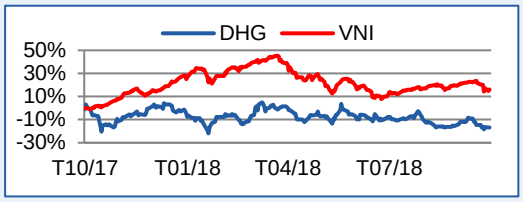
CTCP Dược Hậu Giang (DHG)

Báo cáo KQKD

Ngành:	**Dược phẩm**
Ngày báo cáo:	**22/10/2018**
Giá hiện tại:	88.300VND
Giá mục tiêu:	82.500VND
TL tăng:	-6,6%
Lợi suất cổ tức:	+3,4%
Tổng mức sinh lời:	-3,2%
Khuyến nghị	PHTT

	2017	9M/18	2018F
Tăng trưởng DT	7,4%	-1,5%	-10,5%
Tăng trưởng EPS	-6,3%	-9,5%	-1,7%
Biên LN gộp	43,9%	44,8%	46,4%
Biên LN ròng	15,8%	16,9%	17,4%
EV/EBITDA	12,8x	N/A	13,4x
Giá CP/Dòng tiền HĐ	20,5x	N/A	11,9x
P/E	20,0x	N/A	20,3x



GT vốn hóa:	494,4tr USD
Room KN:	250,3tr USD
GTGD/ngày (30n):	0,9tr USD
Cổ phần Nhà nước:	43,0%
SL cổ phiếu lưu hành	130,7 tr
Pha loãng:	130,7 tr

	DHG	Peers*	VNI
P/E (trượt)	21,5x	18,5x	16,9x
P/B (hiện tại)	4,0x	2,3x	2,6x
Nợ ròng/CSH	-31,7%	-20,7%	N/A
ROE	20,9%	12,8%	15,2%
ROA	14,6%	7,7%	2,4%

* bao gồm CT cùng ngành nước ngoài sử dụng hệ số TT điều chỉnh;

Tổng quan công ty:

DHG là công ty dược phẩm lớn nhất Việt Nam. Lợi thế cạnh tranh chính của công ty là hệ thống phân phối hàng đầu thị trường. DHG chủ yếu sản xuất thuốc gốc, trong đó kháng sinh và giảm đau và hai nhóm sản phẩm chính

Nguyễn Thị Anh Đào
Chuyên viên Cao cấp

Đặng Văn Pháp, CFA
Trưởng phòng Cao cấp

Chi phí đầu vào tăng được bù đắp bởi việc cắt giảm chi phí quản lý

CTCP Dược Hậu Giang (DHG) đã công bố KQLN 9 tháng đầu năm 2018. Theo đó, doanh thu thuần đạt 2,7 nghìn tỷ đồng, giảm 1,5% so với cùng kỳ năm ngoái và LNST đạt 450 tỷ đồng, giảm 9,5%. Doanh thu từ các sản phẩm do công ty tự sản xuất tăng nhẹ 6% so với mức thấp cùng kỳ năm ngoái nhờ điều chỉnh cơ cấu đội ngũ bán hàng trong Quý 2/2018. Các kết quả nói trên nhìn chung phù hợp với dự báo của chúng tôi. Chúng tôi vẫn duy trì quan điểm thận trọng về triển vọng tăng trưởng của DHG trong bối cảnh (1) cạnh tranh gia tăng tại thị trường OTC, khi kênh này đang mất dần thị phần cho kênh bệnh viện (chúng tôi lưu ý rằng kênh OTC chiếm khoảng 90% doanh thu tự sản xuất của DHG) và (2) công ty thiếu sự khác biệt về sản phẩm. Nhìn chung, chúng tôi cho rằng sẽ không có điều chỉnh đáng kể về dự báo và giá mục tiêu dành cho DHG.

Doanh thu từ các sản phẩm do công ty tự sản xuất tăng so với mức thấp cùng kỳ năm ngoái nhờ tái cơ cấu đội ngũ bán hàng. Chúng tôi xin lưu ý rằng năm 2017, DHG đã mở rộng đội ngũ bán hàng, đồng thời giảm số lượng sản phẩm mỗi nhân viên bán hàng phụ trách để có thể tư vấn cho khách hàng hiệu quả hơn. Tuy nhiên, sau khi nhận được phản hồi tiêu cực từ phía khách hàng, đặc biệt là khó khăn khi phải làm việc với nhiều nhân viên bán hàng, DHG đã quyết định trở lại cơ cấu bán hàng trước kia, giúp doanh thu Quý 2 và 3/2018 phục hồi sau khi giảm 4% so với cùng kỳ năm ngoái hồi Quý 1.

Doanh thu từ phân phối giảm mạnh sau khi DHG ngừng hoạt động trong lĩnh vực này vào đầu Quý 3. Trong tháng 07/2018, DHG đã bãi bỏ thành công mức trần đối với sở hữu của khối ngoại. Bù lại, công ty phải chấm dứt hoạt động phân phối bên thứ ba vì các doanh nghiệp thuộc sở hữu nước ngoài không được tham gia vào lĩnh vực này tại Việt Nam. Điều này không gây tác động đáng kể đối với lợi nhuận của công ty vì hoạt động này chỉ chiếm 2%-5% tổng lợi nhuận gộp trong 4 năm qua.

Lợi nhuận từ HĐKD tăng nhẹ 2% so với cùng kỳ năm ngoái nhờ chi phí quản lý doanh nghiệp giảm, bù đắp cho việc chi phí đầu vào tăng. Biên lợi nhuận gộp từ các sản phẩm do công ty tự sản xuất trong 9 tháng đầu năm giảm 3,1 điểm % so với cùng kỳ năm ngoái xuống 52,2% do giá hoạt chất chính tăng mạnh. Nhưng bù lại, chi phí quản lý giảm 14% nhờ chi phí nhân viên giảm 23%. Ban lãnh đạo dự kiến tiền thưởng năm 2018 sẽ thấp hơn so với năm 2017 vì DHG đang không theo kịp mục tiêu đề ra.

LNST 9 tháng đầu năm giảm mạnh do điều chỉnh thuế suất. Chúng tôi lưu ý rằng trong Quý 4/2017, cơ quan Thuế đã ban hành quyết định về cách tính mức thuế của DHG, dẫn đến mức điều chỉnh tăng mạnh cho thuế suất thực tế. Hiện tại, DHG đã tính toán lại thuế suất trong 9 tháng đầu năm 2018, tăng mạnh lên 12,4% so với 10,7% trong năm 2017. Tuy nhiên, vì năm 2017, phải đến Quý 4 thuế suất mới được điều chỉnh hồi tố nên LNST báo cáo 9 tháng đầu năm giảm 9,5% so với cùng kỳ năm ngoái. Chúng tôi dự báo lợi nhuận Quý 4 sẽ đạt tăng trưởng cao hơn nhờ việc điều chỉnh thuế hồi tố được phản ánh vào Quý 4/2017.

KQLN 9 tháng đầu năm 2018 của DHG

(tỷ đồng)	9 tháng đầu 2017	9 tháng đầu 2018	Tăng trưởng	% dự báo 2018 của VCSC
Doanh thu thuần	**2.710**	**2.670**	**-1,5%**	**73,4%**
- Sản phẩm tự sản xuất	2.093	2.210	5,6%	70,1%
- Phân phối và mảng khác	617	459	-25,6%	94,9%
Lợi nhuận gộp	**1.220**	**1.196**	**-1,9%**	**70,8%**
- Sản phẩm tự sản xuất	1.157	1.154	-0,3%	70,1%
- Phân phối và mảng khác	62	42	-32,3%	102,3%
Chi phí bán hàng	-490	-492	0,4%	67,2%
Chi phí G&A	-233	-200	-14,2%	77,0%
LN từ HĐKD	**497**	**504**	**1,5%**	**72,4%**
LNTT	496	512	3,2%	72,0%
LNST	**497**	**450**	**-9,5%**	**71,2%**

Nguồn: DHG và VCSC

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Thị Anh Đào, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính
Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội
109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch
Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch
236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105
alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Ngân hàng và Chứng khoán
Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123
- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên, ext 138
- Tống Nguyễn Tiên Sơn, Chuyên viên, ext 116
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm
Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng cao cấp, ext 143
- Nguyễn Thị Anh Đào, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181

Vĩ mô và Bảo hiểm
Cameron Joyce, Trưởng phòng, ext 163
- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên, ext 132

Dầu khí và Điện
Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140
- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên, ext 173
- Hoàng Hoài Nam, Chuyên viên, ext 196

BĐS và Vật liệu Xây dựng
Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext147

Khách hàng cá nhân
Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363
- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên, ext 365
- Chu Lục Ninh, Chuyên viên, ext 129

Công nghiệp và Vận tải
Lucy Huynh, Trưởng phòng cao cấp, ext 130
- Phạm Hoàng Thiên Phú, Chuyên viên, ext 124
- Thái Nhựt Đăng, Chuyên viên, ext 149

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài
Michel Tosto, M. Sc.
+84 28 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước
Nguyễn Quốc Dũng
+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh
Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội
Nguyễn Huy Quang
+84 24 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.