

BÁO CÁO NGẪN- CTCP DƯỢC PHẨM HÀ TÂY (DHT-HNX)

Báo cáo chi tiết 31/10/2017

Khuyến nghị	Năm giữ
Giá mục tiêu (VND)	81.000
Tiềm năng tăng giá	7,3%
Cổ tức (VND)	2.000
Lợi suất cổ tức	2,65%

Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



Thông tin cổ phiếu, ngày 30/10/2017

Giá hiện tại (VND)	75.500
Số lượng CP niêm yết	12.563.691
Vốn điều lệ (tỷ VND)	125,63
Vốn hóa TT(tỷ VND)	947,04
Khoảng giá 52 tuần (VND)	48.800-115.000
% sở hữu nước ngoài	7,69%
% giới hạn sở hữu NN	49%

Chỉ số tài chính:

Chỉ tiêu	2014	2015	2016
EPS (vnd)	4.187	5.865	8.625
BVPS (vnd)	22.212	27.083	32.311
Cổ tức (vnd)	3.000	3.000	2.000
ROE (%)	18,67	23,76	28,88
ROA (%)	7,59	9,14	11,32

Hoạt động chính

Hoạt động kinh doanh chủ yếu của công ty là: Sản xuất, Kinh doanh, Xuất nhập khẩu thuốc chữa bệnh, hoá chất nguyên liệu làm thuốc, dược liệu và trang thiết bị dụng cụ y tế. Với kinh nghiệm hơn 40 năm trưởng thành, DHT luôn là đơn vị hoàn thành tốt nhiệm vụ sản xuất kinh doanh và các chỉ tiêu nộp ngân sách đề ra, có tốc độ tăng trưởng cao liên tục trong 10 năm lại đây.

Nguồn: MBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG KINH DOANH LẠC QUAN

Unit: Tỷ VND	2014	2015	2016	2017F
DTT	820	941	1.205	1.420
LNG	130,21	148,35	180,77	211,58
LNST	26,29	36,78	53,79	70,00
Biên LNG (%)	15,9%	15,8%	15,0%	14,9%
Biên LNR (%)	3,2%	3,9%	4,5%	4,9%
EPS (VNĐ)	4.186	5.855	8.563	5.582
Vốn điều lệ	62.83	62.83	62.83	125.63

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị **Năm giữ** đối với cổ phiếu DHT của Công ty Cổ phần Dược phẩm Hà Tây với mức định giá **81.000 đồng/cp**, với tiềm năng tăng giá **~7,3%** so với **75.500 đồng/cp** ngày **30/10/2017** trên cơ sở:

■ Ghi nhận kết quả tăng trưởng khá trong năm 2017

Năm 2017, ghi nhận nhiều chuyển biến tích cực hơn trong kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của DHT khi doanh thu và lợi nhuận hàng quý có sự tăng trưởng khá so với cùng kỳ, cụ thể: Doanh thu và lợi nhuận quý 1 tăng trưởng lần lượt 20,8% và 60,9%, quý 2 tăng trưởng 17,2% và 56,1%, quý 3 tăng trưởng 32,6% và 109,1%.

Lũy kế 9 tháng đầu năm 2017 DHT đạt doanh thu 1.087,7 tỷ đồng và Lợi nhuận sau thuế 47,01 tỷ đồng, tương ứng mức tăng trưởng 23,9% về doanh thu và 75,6% về lợi nhuận sau thuế, với biên lợi nhuận ròng trong 9 tháng đầu 2017 đạt mức 4,33% gần tương đương mức 4,5% cả năm 2016. Như vậy, kết quả kinh doanh trong 3 quý đầu năm của DHT đã vượt xa kế hoạch kinh doanh đề ra từ đầu năm chỉ ở mức 850 tỷ đồng doanh thu và 28 tỷ đồng LNST.

Dự kiến cả năm 2017, DHT có thể đạt doanh thu gần 1.420 tỷ đồng và LNST khoảng 67 – 70 tỷ đồng, tương ứng tăng trưởng hơn 17,6% về doanh thu và 29,2% về lợi nhuận so với kết quả kinh doanh cả năm 2016. Tương ứng EPS 2017 dự kiến đạt khoảng 5.500 đ/cp.

■ Có lịch sử chi trả cổ tức bằng tiền mặt ở mức khá

Với hoạt động kinh doanh ổn định và tăng trưởng đều qua các năm thì DHT cũng duy trì hoạt động chia cổ tức bằng tiền mặt từ 20% - 30% mỗi năm. Năm 2016, ngoài việc chi trả cổ tức bằng tiền mặt 20% thì DHT cũng đã thực hiện chia thưởng cổ phiếu với tỷ lệ 1:1, để tăng vốn điều lệ lên gấp hai lần trong quý 2/2017 đưa vốn điều lệ của công ty từ mức 62,82 tỷ đồng lên mức 125,63 tỷ đồng.

Mặc dù vốn điều lệ đã tăng gấp 2 lần trong năm 2017 những kết quả kinh doanh năm 2017 của DHT cũng ghi nhận sự tăng trưởng tích cực, EPS dự kiến vẫn đạt gần 5.500 đ/cp, do đó mức thu nhập này vẫn đủ đảm bảo để DHT duy trì mức chia cổ tức bằng tiền mặt tối thiểu 20% theo kế hoạch.

■ Tình hình tài chính lành mạnh, cân đối nguồn vốn cải thiện sau tăng vốn

Cơ cấu tài sản lành mạnh: Trong cơ cấu tổng tài sản 561 tỷ đồng cuối quý 3/2017 thì chủ yếu là tài sản ngắn hạn với 494,7 tỷ đồng, trong đó hàng tồn kho (375 tỷ đồng), 74,7 tỷ các khoản phải thu ngắn hạn và hơn 38 tỷ là tiền và tương đương tiền. Cơ cấu này cho thấy DHT chủ yếu tập trung cho hoạt động kinh doanh chính, cơ cấu này giúp DHT chủ động tài chính khi đẩy mạnh được HĐKD.

Tài sản dài hạn với giá trị hơn 66,3 tỷ đồng, thì chủ yếu là tài sản cố định (máy móc thiết bị, nhà xưởng) với 57,6 tỷ đồng. Đây là phần giá trị còn lại của nhà máy sản xuất với tổng mức đầu tư ban đầu là hơn 238 tỷ đồng, số liệu này cho thấy máy móc thiết bị của nhà máy DHT đã khấu hao phần lớn và chi phí khấu hao hàng năm sẽ chỉ ở mức thấp.

Cơ cấu nguồn vốn cần bằng sau khi DHT thực hiện tăng vốn trong quý 2/2017 thông qua việc chia thưởng cổ phiếu tỷ lệ 1:1. Tổng giá trị nợ vay của DHT tập trung vào nợ ngắn hạn tính đến cuối quý 3 là hơn 216 tỷ, chiếm tỷ trọng 38% tổng tài sản, và chiếm 96% vốn chủ sở hữu. So với nguồn tiền từ hoạt động kinh doanh đang duy trì tích cực như hiện nay thì mức nợ hiện tại của DHT là phù hợp với quy mô hoạt động.

■ Thành lập từ sớm và có kinh nghiệm lâu năm hoạt động trong ngành

CTCP Dược phẩm Hà Tây có tiền thân là Xí nghiệp Dược phẩm Hà Tây được thành lập từ năm 1965, tính đến nay đã có hơn 50 năm hình thành và phát triển với ngành nghề kinh doanh chính là sản xuất, kinh doanh và xuất nhập khẩu thuốc chữa bệnh, hóa chất nguyên liệu sản xuất thuốc, dược liệu và trang thiết bị dụng cụ y tế.

Với hơn 50 năm hoạt động trong ngành, Thương hiệu Dược phẩm Hà Tây đã được xây dựng và củng cố theo thời gian, nhiều sản phẩm của DHT đã được người tiêu dùng tin dùng, uy tín thương hiệu ngày càng gia tăng. Với kinh nghiệm lâu năm trong ngành giúp DHT là một trong những đơn vị đi đầu trong hoạt động chuẩn hóa sản xuất qua đó đạt được các tiêu chuẩn cao trong ngành.

■ Có mạng lưới phân phối rộng so với quy mô vốn hiện tại

Cũng nhờ thâm niên lâu năm trong ngành mà DHT đã xây dựng được hệ thống phân phối rộng khắp, bắt đầu từ địa bàn chính là Tỉnh Hà Tây cũ DHT có các cửa hàng bán sản phẩm ở hầu hết các xã, phường giúp DHT gần như chiếm lĩnh phần lớn thị trường này. Theo thời gian, quá trình mở rộng thị trường thông qua mở rộng hệ thống cửa hàng và đại lý phân phối, DHT đã mở rộng mạnh mẽ hệ thống phân phối ra các tỉnh phía Bắc (Nam Định, Hải Phòng, Hải Dương, Thanh Hóa, Ninh Bình, Cao Bằng, Bắc Kạn, Thái Nguyên, Bắc Giang, Bắc Ninh, Quang Ninh...), Miền Trung (Đà Nẵng, Nghệ An, Hà Tĩnh...), Miền Nam (Hồ Chí Minh, Cần Thơ...).

Tính đến nay hệ thống phân phối của DHT đã trải rộng trên 30 tỉnh thành, trong đó tập trung phần lớn ở phía Bắc, các địa bàn Miền Trung và Miền Nam đang trong quá trình phát triển mở rộng dần. Việc sở hữu mạng lưới phân phối lớn là một trong những ưu thế của các doanh nghiệp đã hoạt động lâu năm trong ngành như DHT, giúp quá trình phân phối sản phẩm đến người tiêu dùng thuận lợi, đây là khâu quan trọng góp phần vào chiến lược marketing phát triển sản phẩm mới của doanh nghiệp.

■ Có năng lực sản xuất tốt, đi đôi với nghiên cứu và phát triển sản phẩm mới

DHT là một trong số ít doanh nghiệp có năng lực sản xuất tốt với Nhà máy sản xuất được đầu tư lớn. Hiện tại, DHT đang sở hữu nhà máy sản xuất thuốc và thực phẩm chức năng quy mô lớn ở Miền Bắc, với tổng diện tích nhà xưởng hơn 19.000 m² và hệ thống máy móc hiện đại có tổng mức đầu tư ban đầu hơn 200 tỷ đồng, bao gồm 5 phân xưởng sản xuất đa dạng các loại bào chế, với các dây chuyền sản xuất độc lập và khép kín. Và là một trong những nhà máy đầu tiên đạt chuẩn GMP ở miền Bắc.

Đi kèm với năng lực sản xuất tốt, thì DHT cũng chú trọng đầu tư vào hệ thống kiểm soát chất lượng sản phẩm theo tiêu chuẩn trong nước và Quốc Tế nhằm đảm bảo sản phẩm sản xuất ra theo đúng quy trình.

■ Có cơ cấu sản phẩm dược đa dạng trong thị trường ngành có ưu thế

Với năng lực sản xuất lớn từ hệ thống máy móc được đầu tư thì DHT có cơ cấu các sản phẩm thuốc rất đa dạng, tương ứng với mỗi phân xưởng sản xuất của hệ

thống nhà máy như nêu trên thì đi kèm với đó là rất nhiều mặt hàng được sản xuất, cụ thể:

- Phần xưởng sản xuất thuốc viên, túi cốm: 234 mặt hàng
- Phần xưởng sản xuất thuốc kháng sinh: 62 mặt hàng
- Phần xưởng sản xuất thuốc viêm nang mềm: 114 mặt hàng
- Phần xưởng sản xuất thuốc nước, tra mắt, kem: 47 mặt hàng
- Phần xưởng sản xuất thuốc Đông dược: 15 mặt hàng
- CTCP Dược và Thiết bị y tế HT: 200 mặt hàng

Mặc dù có lợi thế về năng lực sản xuất và đa dạng sản phẩm, tuy nhiên trong cơ cấu nhóm thuốc của DHT lại chủ yếu là các sản phẩm thông dụng có giá trị trung bình thấp, ít các sản phẩm mang tính đặc trị giá trị cao nên về cơ bản quy mô hoạt động của DHT vẫn ở mức hạn chế so với các doanh nghiệp ở phân khúc lớn trong ngành.

▪ **Có khả năng nghiên cứu và phát triển sản phẩm mới**

Nhờ việc sở hữu hệ thống máy móc hiện đại và thâm niên lâu năm trong ngành, DHT rất chú trọng trong công tác nghiên cứu và phát triển sản phẩm mới, hàng năm DHT vẫn hoàn thành nghiên cứu và xin cấp phép lưu hành từ 15 – 20 sản phẩm mới đáp ứng nhu cầu thuốc trên thị trường. Đây là một trong những yếu tố quan trọng đối với một công ty sản xuất và kinh doanh dược, mở ra khả năng tăng trưởng trong hoạt động sản xuất kinh doanh trong tương lai với những sản phẩm được thị trường hấp thụ tốt.

▪ **Định giá và khuyến nghị**

Phương pháp so sánh P/E:

Dự kiến mức EPS 2017 DHT có thể đạt được quanh mức 5.500 đ/cp, hiện tại DHT đang giao dịch ở mức giá 75.500 đ/p, tương ứng mức P/Ef khoảng 13,7 lần, thấp hơn mức bình quân ngành dược 14,72 lần và bình quân thị trường khoảng 16,9 lần. Chúng tôi cho rằng với quá trình tăng trưởng kết quả kinh doanh khá tốt trong năm 2017 thì P/Ef 14.2 lần là mức phù hợp đối với DHT khi so sánh quy mô vốn, Kết quả kinh doanh và hiệu quả hoạt động của DHT so với các doanh nghiệp khác trong ngành, do đó mức giá hợp lý của DHT theo phương pháp so sánh P/E là khoảng 78.100 đ/cp

Phương pháp FCFE:

Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền của chủ sở hữu (FCFE) với giả định DHT tiếp tục tăng trưởng KQKD 15% năm 2018, 10% năm 2019 và duy trì tốc độ tăng trưởng tối thiểu 5% trong dài hạn. Kết hợp với các giả định khác về lợi suất chiết khấu dài hạn như bảng bên dưới thì mức giá hợp lý của DHT theo phương pháp FCFE là khoảng 84.200 đ/cp.

Kết luận định giá:

Tổng hợp hai phương pháp định giá so sánh P/E và chiết khấu dòng tiền của chủ sở hữu với tỷ trọng 50% cho mỗi phương pháp, chúng tôi đưa ra mức định giá phù hợp đối với DHT là 81.000 đ/cp, cao hơn 7,3% so với thị giá hiện tại 75.500 đ/cp. Do đó chúng tôi khuyến nghị nắm giữ đối với DHT.

▪ **Một số rủi ro chính**

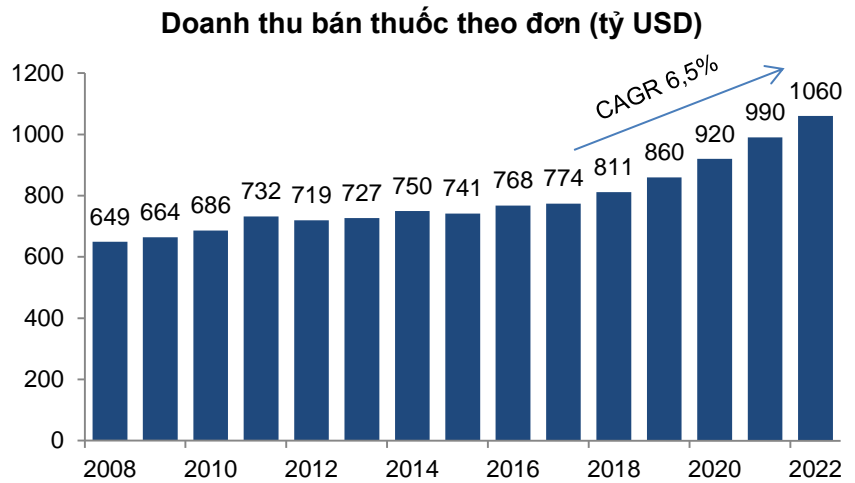
Rủi ro biến động giá nguyên liệu và hóa chất sản xuất dược: Phần lớn nguồn nguyên liệu và hóa chất cho sản xuất dược đều được nhập khẩu, do đó các biến động giá các mặt hàng này từ thị trường thế giới có thể ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của DHT.

Rủi ro cạnh tranh: Về cơ bản DHT vẫn là doanh nghiệp thuộc nhóm quy mô nhỏ trong ngành, nên vị thế cạnh tranh còn hạn chế so với các doanh nghiệp lớn khác, ảnh hưởng đến khả năng mở rộng thị trường của DHT.

TỔNG QUAN NGÀNH DƯỢC PHẨM

- **Ngành Dược phẩm Thế giới: Nhóm các nước phát triển (Pharmerging) tiếp tục là đầu tàu tăng trưởng**

Biểu đồ 1: Tổng doanh thu Thuốc Theo đơn Toàn cầu (2008-2022)

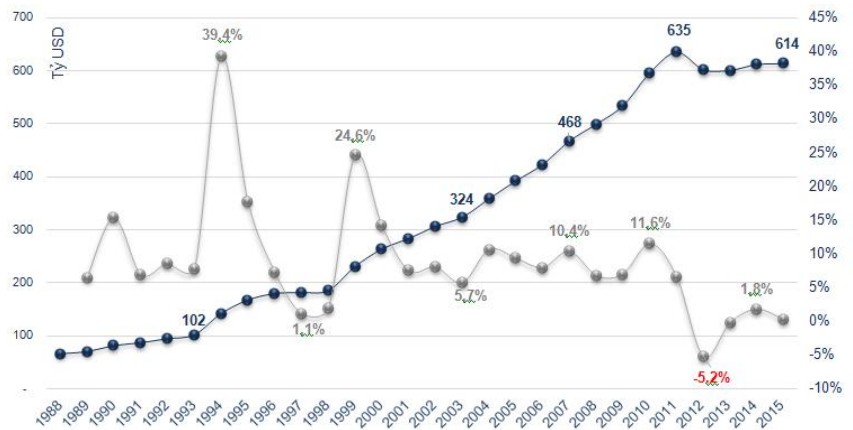


Nguồn: Evaluate

Doanh thu bán thuốc theo đơn liên tục tăng trưởng từ năm 2008 đến nay. Năm 2008, doanh thu bán thuốc đạt 2008 tỷ USD đến năm 2016 là 768 tỷ USD. Dự kiến trong 6 năm tới, tốc độ tăng trưởng CAGR đạt 6,5%/năm, dự kiến năm 2022 đạt 1.060 tỷ USD.

Động lực tăng trưởng chính của ngành dược phẩm thế giới đến từ nhóm 22 nước pharmerging, trong đó có Việt Nam, dù chỉ chiếm 25% tổng giá trị tiêu thụ. Mức tăng trưởng chung của nhóm này trong giai đoạn 2015 – 2020 bình quân ở mức 8,4% mỗi năm. Sản lượng tiêu thụ bình quân đầu người của nhóm này chỉ xấp xỉ mức 1 liều thuốc mỗi ngày, so với mức 4 liều tại các nước phát triển.

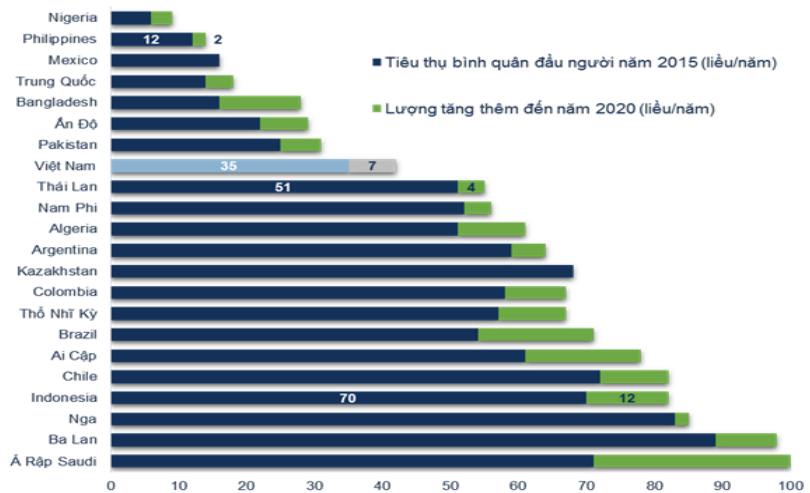
Biểu đồ 2: Thống kê doanh thu và tốc độ tăng trưởng doanh thu của 21 doanh nghiệp dược phẩm lớn nhất thế giới giai đoạn 1988 – nay



Các hãng dược lớn đang đẩy mạnh nghiên cứu và phát minh các thuốc sinh học, là xu hướng phát triển chủ đạo trong tương lai, do dư địa tăng trưởng còn lớn và đem lại hiệu quả sinh lời cao. Biên lợi nhuận hoạt động của các tập đoàn dược phẩm sinh học lên đến 70%, so với mức 10% - 20% của các tập đoàn dược phẩm truyền thống. Khả năng sinh lời của ngành dược phẩm vẫn ổn định ở mức cao, bình quân lợi nhuận gộp quanh 70%, biên lợi nhuận ròng trong khoảng 15% - 20%, ROE của các tập đoàn hàng đầu vẫn trên 20%.

Vòng đời của ngành dược phẩm phụ thuộc nhiều vào việc đầu tư nghiên cứu, tìm ra các loại thuốc mới. Do đó, hoạt động M&A các doanh nghiệp có các loại thuốc mới hoặc giữa các tập đoàn dược phẩm trên toàn cầu liên tục gia tăng trong 20 năm gần đây để duy trì tăng trưởng và tận dụng hiệu quả nguồn lực, cắt giảm chi phí.

Biểu đồ 3: Mức tiêu thụ thuốc bình quân đầu người theo sản lượng tại nhóm 22 quốc gia đang phát triển giai đoạn 2015 - 2020

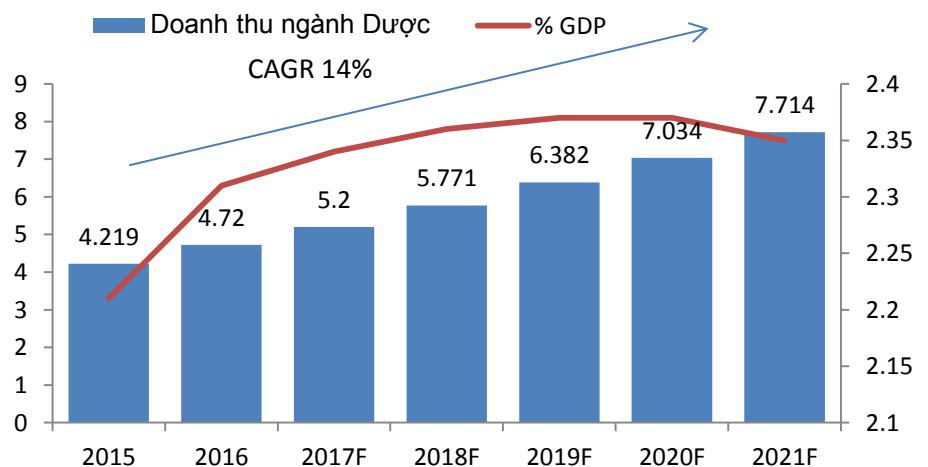


Nguồn: IMS Health

■ **Ngành Dược phẩm Việt Nam: Dư địa phát triển vẫn còn**

Đối với một nước có dân số trẻ, đang phát triển, môi trường nhiều ô nhiễm dẫn đến các loại bệnh tật gia tăng như Việt Nam thì ngành dược được đánh giá có triển vọng khá tích cực trong trung và dài hạn. Doanh thu toàn thị trường được dự báo tăng trưởng đều 6-7%/năm trong ba năm tới, và có thể đạt mức hơn 7 tỉ đô la Mỹ vào năm 2020. Chi phí chăm sóc sức khỏe cho toàn bộ người dân dự kiến có mức tăng trưởng 12%/năm, đạt khoảng 18 tỉ đô la Mỹ trong năm 2018. Cùng với đó, chi phí thuốc bình quân/đầu người của Việt Nam hiện chỉ khoảng 25 đô la Mỹ/người/năm; thấp hơn khá nhiều so với các nước trong khu vực như Philippines (45 đô la Mỹ/người/năm); Thái Lan (60 đô la Mỹ/người/năm); Trung Quốc (64 đô la Mỹ/người/năm); Malaysia (66 đô la Mỹ/người/năm).

Biểu đồ 4: Doanh thu toàn ngành dược Việt Nam trong giai đoạn 2015-2021 (tỷ USD)



Nguồn: BMI, Pharmexec.com

Thị trường dược phẩm Việt Nam tính đến năm 2017 đạt quy mô 5,2 tỷ USD tăng trưởng 10,2% so với cùng kỳ năm trước. Dự báo doanh thu toàn ngành ước đạt 6,3 tỷ USD đến năm 2019 với mức tăng trưởng kép(CAGR) 14% cho giai đoạn 2015-2021.

Thị trường dược phẩm Việt Nam đang phát triển khá mạnh mẽ thể hiện khá rõ ở việc tăng trưởng không ngừng của nhu cầu gắn liền với thị trường cung ứng đi kèm cho thấy triển vọng tăng trưởng ngành sẽ còn kéo dài trong nhiều năm tới. Nhu cầu về thuốc và điều trị y tế ngày càng tăng và được hỗ trợ bởi việc mở rộng Chương trình Bảo hiểm xã hội cùng với sự gia tăng thu nhập của dân cư và sự cải thiện đáng kể hoạt động chăm sóc sức khỏe.

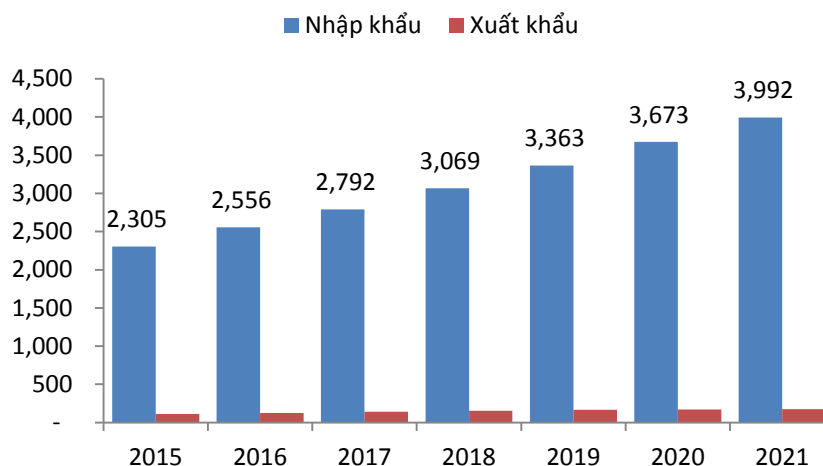
Tuy nhiên, các doanh nghiệp dược phẩm Việt Nam phải đối mặt với sự cạnh tranh khốc liệt từ các đối thủ nước ngoài. Trên thực tế, do cơ sở hạ tầng kỹ thuật đã lỗi thời và ưu tiên sử dụng thuốc nước ngoài, thuốc nhập khẩu chiếm hơn 50% nhu cầu trong nước. Đối với sản xuất trong nước, 90% nguyên liệu được nhập khẩu. Việt Nam phải nhập siêu dược phẩm ít nhất 2 tỷ USD mỗi năm từ thị trường quốc tế.

Trong năm 2016, xuất khẩu dược phẩm của Việt Nam đạt 2.826 tỷ đồng (129 triệu USD). Chúng tôi kỳ vọng vào năm 2021 sẽ tăng lên 4.330 tỷ đồng (173 triệu USD) với tỷ lệ tăng trưởng hàng năm CAGR là 7,9% (tính theo nội tệ là 6,5%) . Trong đó, nhập khẩu dự báo vẫn tiếp tục tăng mạnh hơn. Theo số liệu dự báo của BMI, nhập khẩu sẽ tăng trưởng dự từ mức 57.177 tỷ đồng(2,6 tỷ USD) vào năm 2016 lên mức 95.407 tỷ đồng(4,4 tỷ USD) vào năm 2021, nhập khẩu được kỳ vọng tăng trưởng hàng năm CAGR 10,8% theo đồng nội tệ và 9,3% theo USD.

Tính đến năm 2015, các doanh nghiệp nội địa mới chỉ đáp ứng được 50% nhu cầu thuốc trong nước. Chính phủ đang thúc đẩy sản xuất trong nước với mục tiêu đáp ứng 80% nhu cầu trong nước trong chiến lược phát triển ngành vào 2020. Ngành dược phẩm đang phát triển với tiềm năng tăng trưởng tốt trong tương lai khi thu nhập bình quân đầu người ở Việt Nam được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng với tốc độ hai con số trong giai đoạn 2015-2020. Điều này, cùng với tốc độ tăng dân số chậm hơn và trình độ học vấn trung bình cao hơn, dự kiến sẽ đẩy chi tiêu của người dân Việt Nam về thuốc và chăm sóc sức khỏe nói chung trong những năm tới.

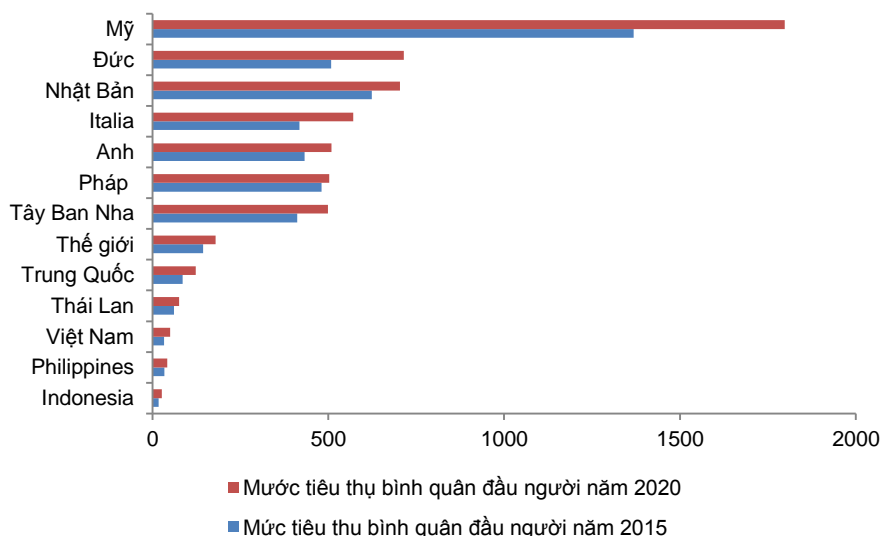
Ngành dược phẩm Việt Nam ngày càng trở nên hấp dẫn đối với các nhà đầu tư nước ngoài do chính phủ dần dần nới lỏng các quy định về hạn chế sở hữu nước ngoài và các hiệp định thương mại song phương và đa phương, hướng đến giảm các rào cản thương mại và tạo cơ hội tiếp cận lớn hơn với các thị trường nước ngoài. Cùng với chi phí lao động tương đối thấp, cũng như nhu cầu nhập khẩu lớn, các công ty nước ngoài đang có xu hướng gia tăng hoạt động đầu tư và M&A các doanh nghiệp sản xuất dược tại Việt Nam.

Biểu đồ 5: Cơ cấu xuất- nhập khẩu thuốc tại Việt Nam



Nguồn: Industry experts, Austrade

Biểu đồ 6: Mức tiêu thụ thuốc bình quân đầu người của Việt Nam và các nước trên thế giới (Đơn vị USD)



Nguồn: IMS Health

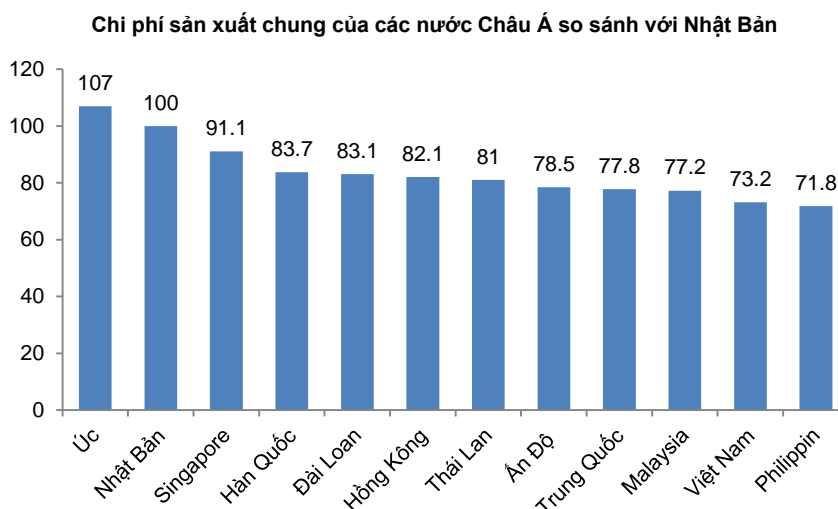
Tốc độ tăng trưởng dự kiến khoảng 9,6%/năm trong giai đoạn 2015 – 2020, ở mức trung bình trong nhóm pharmerging. Đến năm 2020, mỗi người Việt Nam sẽ tiêu thụ bình quân 50 USD tiền thuốc mỗi năm, so với mức 33 USD năm 2015 và so với mức bình quân 78 USD của 22 nước pharmerging.

Lợi thế cạnh tranh của các doanh nghiệp trong quá trình sản xuất tại Việt Nam:

Việt Nam đang là nơi sản xuất thuốc theo tiêu chuẩn EU-GMP có chi phí rất cạnh tranh trên thế giới. Qua khảo sát một số doanh nghiệp dược phẩm sản xuất thuốc tại Nhật Bản, Hàn Quốc và Ấn Độ cho thấy Việt Nam đang là nơi sản xuất thuốc theo tiêu chuẩn EU-GMP với chi phí rẻ hơn 30% so với các doanh nghiệp dược phẩm Ấn Độ, Nhật Bản và Trung Quốc, chủ yếu do các ưu thế đặc thù tại Việt Nam như sau:

- **Chi phí nhân công chất lượng cao rẻ.** Theo nghiên cứu của chúng tôi, mức thu nhập của dược sĩ đại học tại Ấn Độ đang cao gấp 3 lần so với Việt Nam, mức lương hàng tháng bình quân ngành dược của họ cao gần gấp 2 lần Việt Nam (497 USD so với 255 USD) dù thu nhập bình quân đầu người thấp hơn 25% so với Việt Nam (số liệu thống kê năm 2015).
- **Chi phí xây dựng cơ bản thấp:** bao gồm chi phí thuê đất (các khu công nghiệp), chi phí vật liệu xây dựng, thi công thấp. Thống kê của Arcadis, vào năm 2014 – 2015, chi phí xây dựng cơ bản tại Việt Nam đang ở mức thấp nhất trên thế giới, chỉ cao hơn Ấn Độ.
- **Chi phí vận hành thấp:** bao gồm chi phí điện, nước, các khoản ưu đãi thuế TNDN khi đầu tư vào các khu công nghiệp...
- **Các quy định về đăng ký lưu hành thuốc, cấp phép kinh doanh, xin số visa thuốc... tại Việt Nam tương đối mềm mỏng và linh hoạt hơn so với các quốc gia khác.** Thời gian xin số đăng ký lưu hành thuốc tại Việt Nam mất khoảng 18 – 24 tháng, so với 24 – 36 tháng tại Thái Lan và 3 – 5 năm tại các nước Châu Âu.

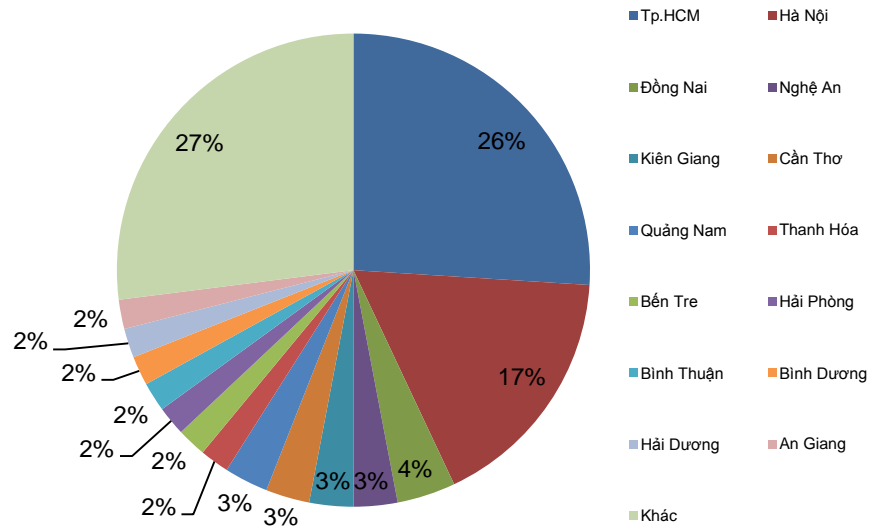
Biểu đồ 7: Chi phí sản xuất chung của các nước Châu Á năm 2016



Nguồn: Jetro, Philippines

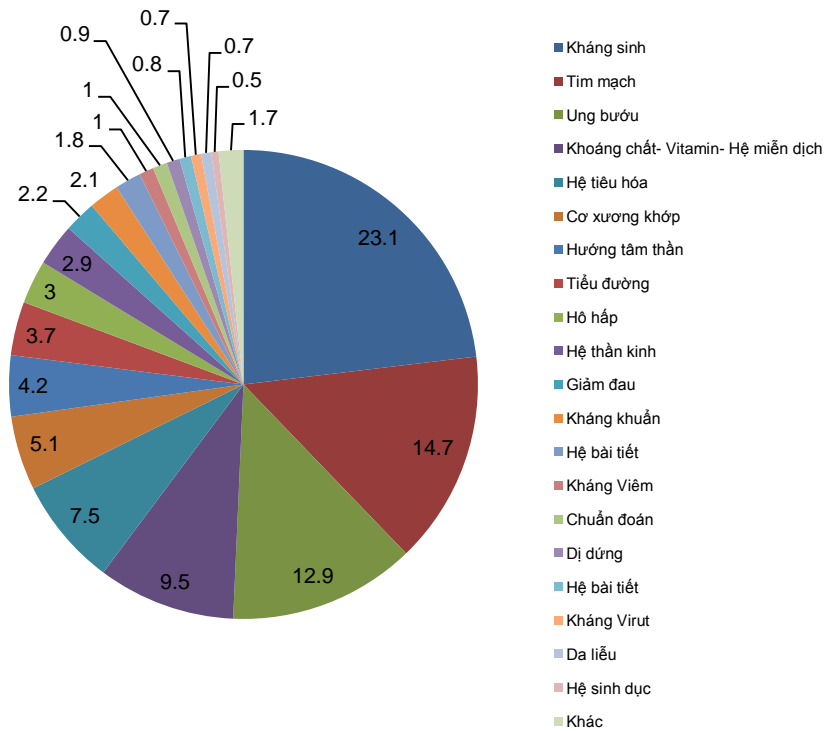
Tp.HCM và Tp. Hà Nội là hai thị trường tiêu thụ lớn nhất cả nước, chiếm đến 43% tổng tiêu thụ thuốc của cả Việt Nam. Đây cũng là 2 thị trường chủ lực của hầu hết các doanh nghiệp dược phẩm trong và ngoài nước. Thứ tự các tỉnh có mức tiêu thụ lớn khác chủ yếu phụ thuộc vào quy mô dân số của từng tỉnh. Cơ cấu tiêu thụ ổn định trong khoảng 10 năm trở lại đây.

Biểu đồ 8: Cơ cấu tiêu thụ thuốc theo vùng miền giai đoạn 2014-2016



Nguồn: Bộ Y tế

Biểu đồ 9: Cơ cấu tiêu thụ theo nhóm bệnh trong giai đoạn 2014-2016



Nguồn: Bộ Y tế

Các loại thuốc kháng sinh, thuốc điều trị bệnh tim mạch và thuốc điều trị các bệnh ung thư, ung bướu liên tục chiếm tỷ trọng lớn (hơn 51%) trong cơ cấu tiêu thụ thuốc tại Việt Nam trong 3 năm gần đây, lần lượt là 23,1%, 14,7% và 12,9%.

Phân tích SWOT ngành Dược

Điểm mạnh:

- Có sẵn hệ thống phân phối, chi nhánh và mối quan hệ với các cơ sở điều trị tại địa phương.
- Chi phí sản xuất thấp, cạnh tranh so với các nước khác (theo EU-GMP) nhờ nguồn lao động giá rẻ, chi phí xây dựng cơ bản và vận hành thấp, hạ tầng giao thông thuận tiện, chi phí xử lý môi trường, cấp phép và ưu đãi thuế cạnh tranh.

Cơ hội:

- Mức tiêu thụ thuốc đầu người còn thấp so với khu vực và thế giới, dư địa tăng trưởng lớn trong 40 – 50 năm sắp tới.
- Đã kết thúc giai đoạn “**dân số vàng**”, bắt đầu bước vào giai đoạn già hóa dân số, tỷ lệ người Việt Nam trên 65 tuổi chiếm đến 21% vào năm 2050.
- Tỷ lệ bệnh tật gia tăng nhanh ở nhóm ung thư, tim mạch và kháng sinh.
- Quá trình tái cấu trúc đang diễn ra mạnh mẽ, dịch chuyển từ số lượng sang chất lượng.
- Một số doanh nghiệp vượt trội đang mở rộng kinh doanh ra khu vực và thế giới.

Điểm yếu

- Có quá nhiều doanh nghiệp cùng khai thác một thị trường, phát triển manh mún, thiếu quy hoạch và không có chiến lược dài hạn.
- Đa số doanh nghiệp vẫn theo tiêu chuẩn sản xuất WHO-GMP, tiêu chuẩn này đã khá lạc hậu.
- Năng lực R&D của hầu hết các doanh nghiệp ở mức yếu.
- Hầu hết nguyên liệu phải nhập khẩu.
- Các quy định pháp lý còn lỏng lẻo, đang trong giai đoạn tiếp thu và hoàn thiện.
- Cơ quan quản lý thiếu hụt nguồn lực cả về số lượng lẫn chất lượng.

Thách thức:

- Các quy định pháp lý và năng lực của cơ quan quản lý không thay đổi kịp theo biến động của thị trường, hoặc chậm được nâng cấp cải tiến.
- Sự cạnh tranh khốc liệt giữa các doanh nghiệp trong nước với nhau và với các tập đoàn nước ngoài đang thâm nhập vào khâu sản xuất tại Việt Nam.
- Khả năng bị thâm tóm bởi các tập đoàn dược phẩm nước ngoài để tận dụng giấy phép sản xuất có sẵn nhằm chuyển hoạt động sản xuất sang Việt Nam để cắt giảm chi phí.

Thông tin mới về ngành dược có tác động tích cực đến ngành Dược trong ngắn hạn:

Luật Dược sửa đổi, bắt đầu có hiệu lực kể từ đầu năm 2017 được đánh giá sẽ trở thành đòn bẩy cho sản xuất nội địa. Cụ thể, khoản 4a và 4b, điều 7 của luật sửa đổi quy định rõ: Đối với thuốc mua từ nguồn vốn ngân sách nhà nước, quỹ bảo hiểm y tế, nguồn thu từ dịch vụ khám bệnh, chữa bệnh và các nguồn thu hợp pháp khác của các cơ sở y tế công lập thì sẽ không chào thầu dược liệu, thuốc nhập khẩu nếu thuốc trong nước đáp ứng được yêu cầu về giá trị, giá thuốc và khả năng cung cấp.

Bên cạnh đó, cũng theo điều 7 của luật này, Nhà nước phải tạo điều kiện thuận lợi về trình tự, thủ tục nộp đơn đăng ký lưu hành thuốc generic (thuốc có cùng dược chất, hàm lượng, dạng bào chế với biệt dược gốc) sắp hết hạn bằng sáng chế. Điều này sẽ giúp rút ngắn đáng kể thời gian đưa thuốc generic mới ra thị trường. Ngoài ra, khoản 1, điều 60 của luật tạo điều kiện thuận lợi hơn cho việc nhập nguyên liệu sản xuất thuốc thông qua quy định: thuốc, nguyên liệu thuốc là dược chất có giấy đăng ký lưu hành tại Việt Nam được nhập khẩu mà không phải thực hiện cấp phép nhập khẩu. Đồng thời, khoản 3a và 3b của điều 89 quy định thuốc mới lưu hành ở nước ngoài chưa đủ năm năm phải thử lâm sàng ở Việt Nam. Điều này được đánh giá sẽ thúc đẩy hoạt động sản xuất nhượng quyền trong nước.

Luật Dược sửa đổi mang đến cơ hội rất lớn cho các doanh nghiệp dược, đặc biệt là các doanh nghiệp có nhà máy đạt chuẩn PIC/S và GMP-EU khi các điều khoản đều theo hướng tạo điều kiện phát triển thuốc nội địa, nhất là trong bối cảnh thuốc sản xuất trong nước hiện mới chỉ đáp ứng được 48% nhu cầu tiêu thụ.

TỔNG QUAN CÔNG TY CỔ PHẦN DƯỢC PHẨM HÀ TÂY

Tên doanh nghiệp: Công ty cổ phần Dược phẩm Hà Tây

Nhóm ngành: Dược phẩm

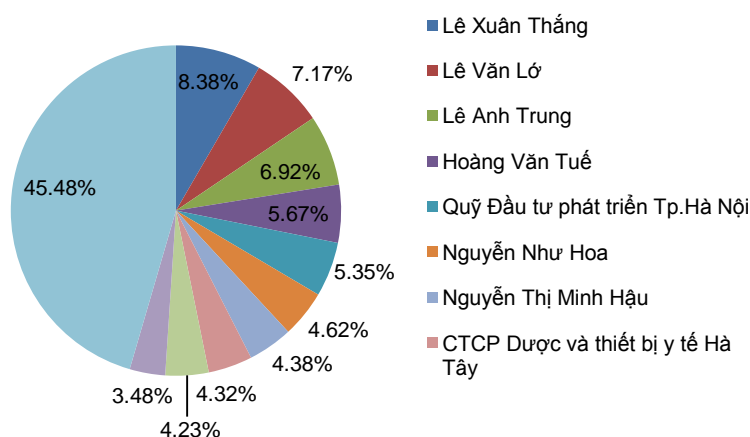
Vốn điều lệ: 125,63 tỷ đồng

Địa chỉ: Số 10A Quang Trung, Thành Phố Hà Đông, Hà Nội

Ngành nghề kinh doanh:

- ❖ Sản xuất, kinh doanh dược phẩm, dược liệu, mỹ phẩm, thực phẩm thuốc và trang thiết bị y tế
- ❖ Xuất nhập khẩu dược phẩm, mỹ phẩm, thực phẩm thuốc và trang thiết bị y tế
- ❖ Mua bán hóa chất và hóa chất xét nghiệm (Trừ loại hóa chất nhà nước cấm)
- ❖ Kinh doanh vaccin, sinh phẩm y tế
- ❖ Kinh doanh bất động sản, dịch vụ nhà đất
- ❖ Kinh doanh siêu thị, dịch vụ nhà ở, văn phòng
- ❖ Dạy nghề
- ❖ Giáo dục trung cấp chuyên nghiệp
- ❖ Giáo dục nghề nghiệp
- ❖ Nhà thuốc, quầy thuốc, đại lý bán thuốc của doanh nghiệp

Biểu đồ 10: Cơ cấu cổ đông:



Nguồn: DHT

NHỮNG YẾU TỐ LỢI THẾ TRONG HĐKD CỦA CTCP DƯỢC PHẨM HÀ TÂY

■ Thành lập từ sớm và có kinh nghiệm lâu năm hoạt động trong ngành

CTCP Dược phẩm Hà Tây có tiền thân là Xí nghiệp Dược phẩm Hà Tây được thành lập từ năm 1965, tính đến nay đã có hơn 50 năm hình thành và phát triển với ngành nghề kinh doanh chính là sản xuất, kinh doanh và xuất nhập khẩu thuốc chữa bệnh, hóa chất nguyên liệu sản xuất thuốc, dược liệu và trang thiết bị dụng cụ y tế.

Với hơn 50 năm hoạt động trong ngành, Thương hiệu Dược phẩm Hà Tây đã được xây dựng và củng cố theo thời gian, nhiều sản phẩm của DHT đã được người tiêu dùng tin dùng, uy tín thương hiệu ngày càng gia tăng. Với kinh nghiệm lâu năm trong ngành giúp DHT là một trong những đơn vị đi đầu trong hoạt động chuẩn hóa sản xuất qua đó đạt được các tiêu chuẩn cao trong ngành.

Với đặc thù ngành Dược Phẩm, là ngành sản xuất các sản phẩm chăm sóc sức khỏe con người, nên uy tín trong ngành được đánh giá là một trong những yếu tố quan trọng nhất để tồn tại và phát triển bền vững, yếu tố này ở DHT đã được xây dựng và có chỗ đứng vững chắc trong ngành.

▪ **Có mạng lưới phân phối rộng so với quy mô vốn hiện tại**

Cũng nhờ thâm niên lâu năm trong ngành mà DHT đã xây dựng được hệ thống phân phối rộng khắp, bắt đầu từ địa bàn chính là Tỉnh Hà Tây cũ DHT có các cửa hàng bán sản phẩm ở hầu hết các xã, phường giúp DHT gần như chiếm lĩnh phần lớn thị trường này. Theo thời gian, quá trình mở rộng thị trường thông qua mở rộng hệ thống cửa hàng và đại lý phân phối, DHT đã mở rộng mạnh mẽ hệ thống phân phối ra các tỉnh phía Bắc (Nam Định, Hải Phòng, Hải Dương, Thanh Hóa, Ninh Bình, Cao Bằng, Bắc Kạn, Thái Nguyên, Bắc Giang, Bắc Ninh, Quang Ninh...), Miền Trung (Đà Nẵng, Nghệ An, Hà Tĩnh...), Miền Nam (Hồ Chí Minh, Cần Thơ...).

Tính đến nay hệ thống phân phối của DHT đã trải rộng trên 30 tỉnh thành, trong đó tập trung phần lớn ở phía Bắc, các địa bàn Miền Trung và Miền Nam đang trong quá trình phát triển mở rộng dần. Việc sở hữu mạng lưới phân phối lớn là một trong những ưu thế của các doanh nghiệp đã hoạt động lâu năm trong ngành như DHT, giúp quá trình phân phối sản phẩm đến người tiêu dùng thuận lợi, đây là khâu quan trọng góp phần vào chiến lược marketing phát triển sản phẩm mới của doanh nghiệp.

▪ **Có năng lực sản xuất tốt, đi đôi với nghiên cứu và phát triển sản phẩm mới**

DHT là một trong số ít doanh nghiệp có năng lực sản xuất tốt với Nhà máy sản xuất được đầu tư lớn. Hiện tại, DHT đang sở hữu nhà máy sản xuất thuốc và thực phẩm chức năng quy mô lớn ở Miền Bắc, với tổng diện tích nhà xưởng hơn 19.000 m² và hệ thống máy móc hiện đại có tổng mức đầu tư ban đầu hơn 200 tỷ đồng, bao gồm 5 phân xưởng sản xuất đa dạng các loại bào chế, với các dây chuyền sản xuất độc lập và khép kín như:

- Phân xưởng sản xuất thuốc viên, túi cốm với năng suất: 3.520 triệu viên/năm và 115 triệu gói/năm với dạng cốm.
- Phân xưởng sản xuất thuốc kháng sinh với năng suất: 495 triệu viên/năm với dây chuyền thuốc viên, 18 triệu gói/năm với dây chuyền cốm, bột betalactam, 6 triệu lọ/năm với dây chuyền thuốc tiêm bột.
- Phân xưởng sản xuất thuốc viêm nang mềm với năng suất: 360 triệu viên/năm.
- Phân xưởng sản xuất thuốc nước, tra mắt, kem mỡ với năng suất: 6 triệu lọ thuốc nhỏ mắt một năm, 30.000 kg kem mỡ một năm, 156 ngàn lít siro một năm.
- Phân xưởng sản xuất thuốc Đông dược với năng suất: 350 triệu viên/năm, 12 ngàn lít siro /năm.

Ngoài năng lực sản xuất hiện có của DHT, thì hiện tại DHT cũng có thêm năng lực sản xuất từ công ty con là CTCP Dược và Thiết bị y tế Hà Tây với năng lực sản xuất 350 triệu viên /năm thuốc dạng viên và 12.000 lít/năm thuốc dạng dung dịch.

Đi kèm với năng lực sản xuất lớn, thì DHT cũng chú trọng đầu tư vào hệ thống kiểm soát chất lượng sản phẩm theo tiêu chuẩn trong nước và Quốc Tế nhằm đảm bảo sản phẩm sản xuất ra theo đúng quy trình.

▪ **Có cơ cấu sản phẩm dược đa dạng trong thị trường ngách có ưu thế**

Với năng lực sản xuất lớn từ hệ thống máy móc được đầu tư thì DHT có cơ cấu các sản phẩm thuốc rất đa dạng, tương ứng với mỗi phân xưởng sản xuất của hệ thống nhà máy như nêu trên thì đi kèm với đó là rất nhiều mặt hàng được sản xuất, cụ thể:

- Phân xưởng sản xuất thuốc viên, túi cốm: 234 mặt hàng
- Phân xưởng sản xuất thuốc kháng sinh: 62 mặt hàng
- Phân xưởng sản xuất thuốc viêm nang mềm: 114 mặt hàng
- Phân xưởng sản xuất thuốc nước, tra mắt, kem: 47 mặt hàng
- Phân xưởng sản xuất thuốc Đông dược: 15 mặt hàng
- CTCP Dược và Thiết bị y tế HT: 200 mặt hàng

Mặc dù có lợi thế về năng lực sản xuất và đa dạng sản phẩm, tuy nhiên trong cơ cấu nhóm thuốc của DHT lại chủ yếu là các sản phẩm thông dụng có giá trị trung bình

thấp, ít các sản phẩm mang tính đặc trị giá trị cao nên về cơ bản quy mô hoạt động của DHT vẫn ở mức hạn chế so với các doanh nghiệp ở phân khúc lớn trong ngành.

■ **Có khả năng nghiên cứu và phát triển sản phẩm mới**

Nhờ việc sở hữu hệ thống máy móc hiện đại và thâm niên lâu năm trong ngành, DHT rất chú trọng trong công tác nghiên cứu và phát triển sản phẩm mới, hàng năm DHT vẫn hoàn thành nghiên cứu và xin cấp phép lưu hành từ 15 – 20 sản phẩm mới đáp ứng nhu cầu thuốc trên thị trường. Đây là một trong những yếu tố quan trọng đối với một công ty sản xuất và kinh doanh dược, mở ra khả năng tăng trưởng trong hoạt động sản xuất kinh doanh trong tương lai với những sản phẩm được thị trường hấp thụ tốt.

PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH KINH DOANH CỦA DOANH NGHIỆP

Unit: Tỷ VND	2014	2015	2016	2017F
DTT	820	941	1205	1420
Tăng trưởng	-	14.8%	28.1%	17.8%
LNG	130,21	148,35	180,77	211,58
LNST	26.29	36.78	53.79	70
Tăng trưởng	-	39.9%	46.2%	30.1%
Biên LNG (%)	15,9%	15,8%	15,0%	14,9%
Biên LNR (%)	3,2%	3,9%	4,5%	4,9%
EPS (VNĐ)	4.186	5.855	8.563	5.582
Vốn điều lệ	62,83	62,83	62,83	12,54
Cổ tức	3.000	3.000	2.000	2.000

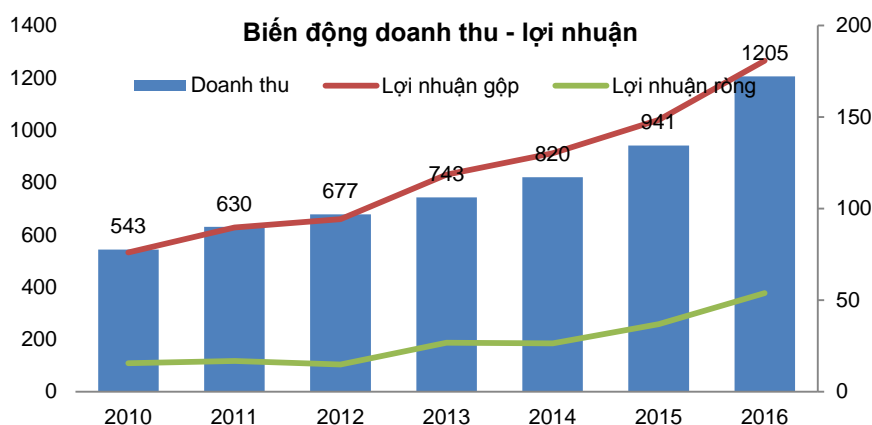
Nguồn: MBS tổng hợp

■ **Kết quả kinh doanh tăng trưởng ổn định trong giai đoạn 2010 – 2016**

Giai đoạn 2010 – 2016 ghi nhận quá trình phát triển tương đối ổn định của DHT khi doanh thu tăng trưởng đều hàng năm, đi kèm với đó là sự gia tăng của lợi nhuận ròng và biên lợi nhuận hàng năm. Diễn biến này cho thấy hiệu quả kinh doanh của DHT ngày càng tăng. Cụ thể:

Trong giai đoạn 2010 – 2016, doanh thu tăng khá từ mức 543 tỷ đồng năm 2010 lên mức 1.205 tỷ đồng năm 2016, ghi nhận mức tăng trưởng bình quân %/năm. Lợi nhuận sau thuế tăng từ mức chỉ 15,4 tỷ đồng năm 2010 lên mức 53,8 tỷ đồng năm 2016, tương ứng mức tăng trưởng bình quân %/năm

Biểu đồ 11: Biến động doanh thu lợi nhuận từ năm 2010-2016

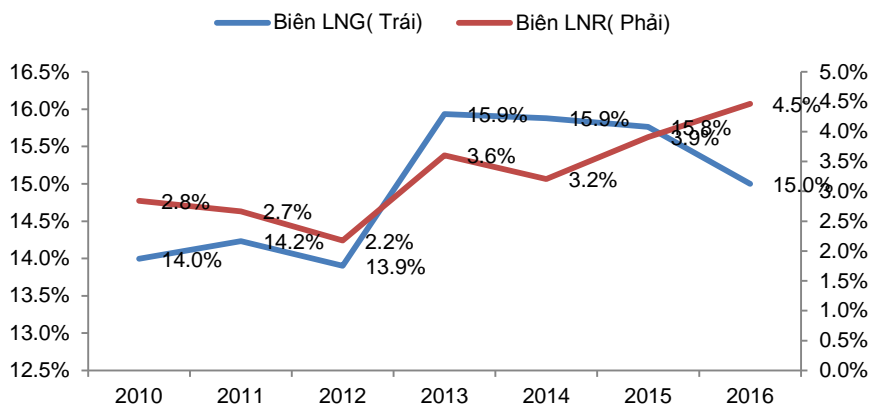


Biên lợi nhuận được cải thiện tích cực khi biên lợi nhuận gộp tăng từ mức quanh 14% trong giai đoạn 2010 – 2012 lên mức quanh 15,9% trong giai đoạn 2013 – 2015, năm 2016 biên lợi nhuận gộp ở mức 15% khi giá vốn hàng bán tăng hơn so với các năm trước, tuy nhiên tình hình quản lý chi phí được cải thiện nên hiệu quả chung vẫn tăng so với các năm trước.

Biên lợi nhuận ròng tăng khá tốt từ mức quanh 2,7% giai đoạn 2010 – 2012 lên mức

cao 4,5% năm 2016, trong các năm trước đó đều có mức tăng trưởng ổn định.

Biểu đồ 12: Biên lợi nhuận gộp, lợi nhuận ròng



■ **Ghi nhận kết quả tăng trưởng khá trong năm 2017**

Năm 2017, ghi nhận nhiều chuyển biến tích cực hơn trong kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của DHT khi doanh thu và lợi nhuận hàng quý có sự tăng trưởng khá so với cùng kỳ, cụ thể: Doanh thu và lợi nhuận quý 1 tăng trưởng lần lượt 20,8% và 60,9%, quý 2 tăng trưởng 17,2% và 56,1%, quý 3 tăng trưởng 32,6% và 109,1%.

Lũy kế 9 tháng đầu năm 2017 DHT đạt doanh thu 1.087,7 tỷ đồng và Lợi nhuận sau thuế 47,01 tỷ đồng, tương ứng mức tăng trưởng 23,9% về doanh thu và 75,6% về lợi nhuận sau thuế, với biên lợi nhuận ròng trong 9 tháng đầu 2017 đạt mức 4,33% gần tương đương mức 4,5% cả năm 2016. Như vậy, kết quả kinh doanh trong 3 quý đầu năm của DHT đã vượt xa kế hoạch kinh doanh đề ra từ đầu năm chỉ ở mức 850 tỷ đồng doanh thu và 28 tỷ đồng LNST.

Có được kết quả tăng trưởng cao về doanh thu và lợi nhuận trong 3 quý đầu năm 2017 là nhờ chiến lược mở rộng thị trường, tăng chi phí bán hàng để đẩy mạnh doanh số giúp doanh thu và lợi nhuận tăng khá, bên cạnh đó nguồn thu từ hoạt động cho thuê đất và hợp tác kinh doanh cũng tăng đã giúp kết quả kinh doanh chung của DHT khởi sắc.

Dự kiến cả năm 2017, DHT có thể đạt doanh thu gần 1.420 tỷ đồng và LNST khoảng 67 – 70 tỷ đồng, tương ứng tăng trưởng hơn 17,6% về doanh thu và 29,2% về lợi nhuận so với kết quả kinh doanh cả năm 2016. Tương ứng EPS 2017 dự kiến đạt khoảng 5.500 đ/cp.

■ **Có lịch sử chi trả cổ tức bằng tiền mặt ở mức khá**

Với hoạt động kinh doanh ổn định và tăng trưởng đều qua các năm thì DHT cũng duy trì hoạt động chia cổ tức bằng tiền mặt từ 20% - 30% mỗi năm. Năm 2016, ngoài việc chi trả cổ tức bằng tiền mặt 20% thì DHT cũng đã thực hiện chia thưởng cổ phiếu với tỷ lệ 1:1, để tăng vốn điều lệ lên gấp hai lần trong quý 2/2017 đưa vốn điều lệ của công ty từ mức 62,82 tỷ đồng lên mức 125,63 tỷ đồng.

Mặc dù vốn điều lệ đã tăng gấp 2 lần trong năm 2017 những kết quả kinh doanh năm 2017 của DHT cũng ghi nhận sự tăng trưởng tích cực, EPS dự kiến vẫn đạt gần 5.500 đ/cp, do đó mức thu nhập này vẫn đủ đảm bảo để DHT duy trì mức chia cổ tức bằng tiền mặt tối thiểu 20% theo kế hoạch.

■ **Tình hình tài chính lành mạnh, cân đối nguồn vốn cải thiện sau tăng vốn**

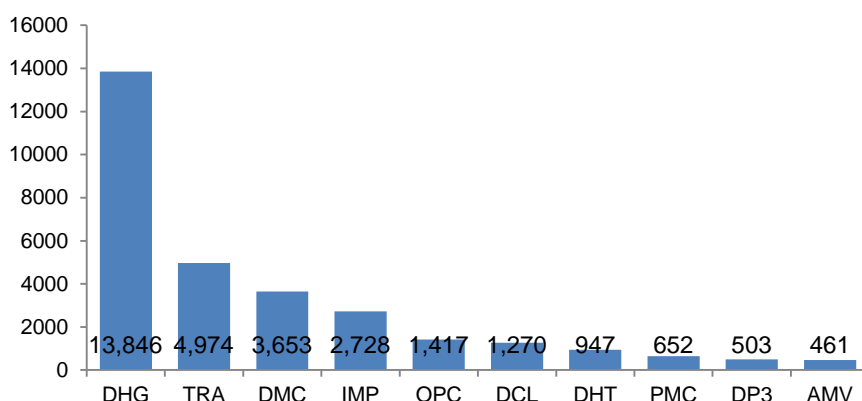
Cơ cấu tài sản lành mạnh: Trong cơ cấu tổng tài sản 561 tỷ đồng cuối quý 3/2017 thì chủ yếu là tài sản ngắn hạn với 494,7 tỷ đồng, trong đó hàng tồn kho (375 tỷ đồng), 74,7 tỷ các khoản phải thu ngắn hạn và hơn 38 tỷ là tiền và tương đương tiền. Cơ cấu này cho thấy DHT chủ yếu tập trung cho hoạt động kinh doanh chính, cơ cấu này giúp DHT chủ động tài chính khi đẩy mạnh được HĐKD.

Tài sản dài hạn với giá trị hơn 66,3 tỷ đồng, thì chủ yếu là tài sản cố định (máy móc thiết bị, nhà xưởng) với 57,6 tỷ đồng. Đây là phần giá trị còn lại của nhà máy sản xuất với tổng mức đầu tư ban đầu là hơn 238 tỷ đồng, số liệu này cho thấy máy móc thiết bị của nhà máy DHT đã khấu hao phần lớn và chi phí khấu hao hàng năm sẽ chỉ ở mức thấp.

Cơ cấu nguồn vốn cần bằng sau khi DHT thực hiện tăng vốn trong quý 2/2017 thông qua việc chia thưởng cổ phiếu tỷ lệ 1:1. Tổng giá trị nợ vay của DHT tập trung vào nợ ngắn hạn tính đến cuối quý 3 là hơn 216 tỷ, chiếm tỷ trọng 38% tổng tài sản, và chiếm 96% vốn chủ sở hữu. So với nguồn tiền từ hoạt động kinh doanh đang duy trì tích cực như hiện nay thì mức nợ hiện tại của DHT là phù hợp với quy mô hoạt động.

■ **So sánh lợi thế của DHT so với các doanh nghiệp cùng ngành**

Biểu đồ 13: Vốn hóa thị trường của các doanh nghiệp niêm yết

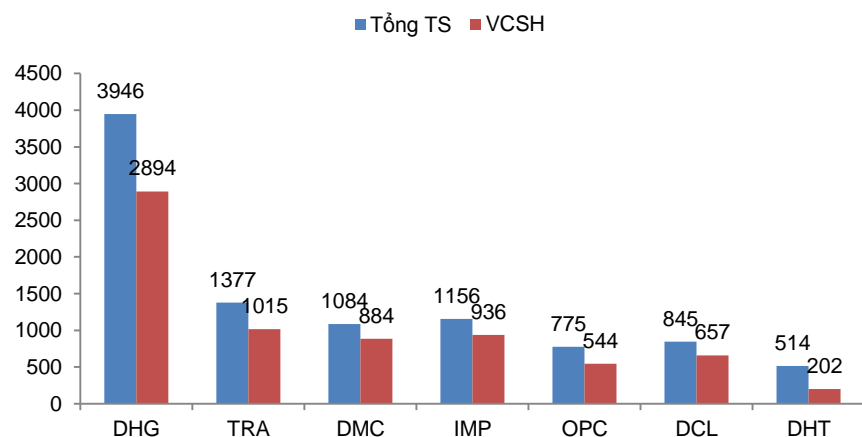


Bộ Y tế cho biết, các doanh nghiệp sản xuất dược phẩm tập trung chủ yếu ở 2 thành phố lớn là Tp.HCM (chiếm 50% số lượng doanh nghiệp) và Hà Nội (chiếm 30%) và 20% còn lại là doanh nghiệp tại các tỉnh An Giang, Cần Thơ, Nam Định, Phú Yên...

Tính tới thời điểm ngày 30 tháng 09 năm 2017, trên thị trường niêm yết có khoảng 15 doanh nghiệp ngành dược niêm yết tại sàn HSX (7 công ty) và HNX (6). Trong đó đứng đầu vốn hóa là các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HOSE như DHG (13.846 tỷ đồng), TRA (4.974 tỷ đồng), DMC (3.653 tỷ đồng), IMP (2.728 tỷ đồng),...

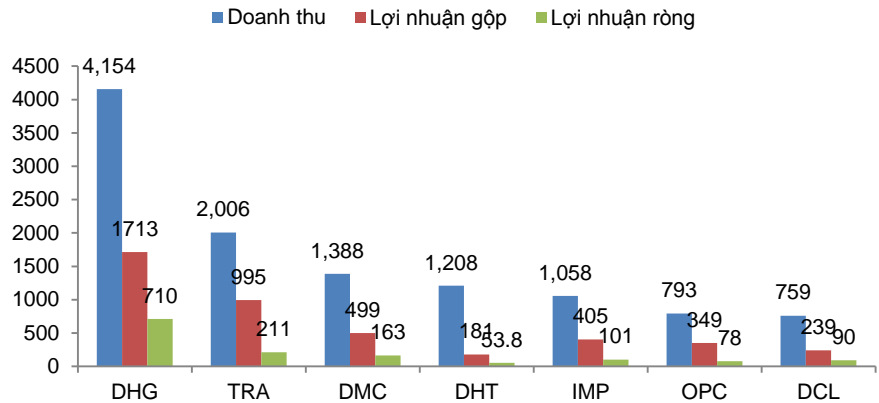
DHT là doanh nghiệp thuộc nhóm có vốn hóa trung bình trong ngành, việc giá cổ phiếu DHT tăng mạnh thời gian qua và DHT đã thực hiện tăng vốn điều lệ lên gấp 2 lần trong quý 2/2017 đã giúp doanh nghiệp cải thiện giá nhiều về giá trị vốn hóa so với ngành. Tuy nhiên, nếu tính về mức vốn điều lệ thì DHT vẫn thộc nhóm các doanh nghiệp có quy mô vốn điều lệ thấp nhất trong ngành (tính theo vốn mới đã tăng là 125,63 tỷ đồng).

Biểu đồ 14: Tổng tài sản và vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp niêm yết (Đv: Tỷ đồng)



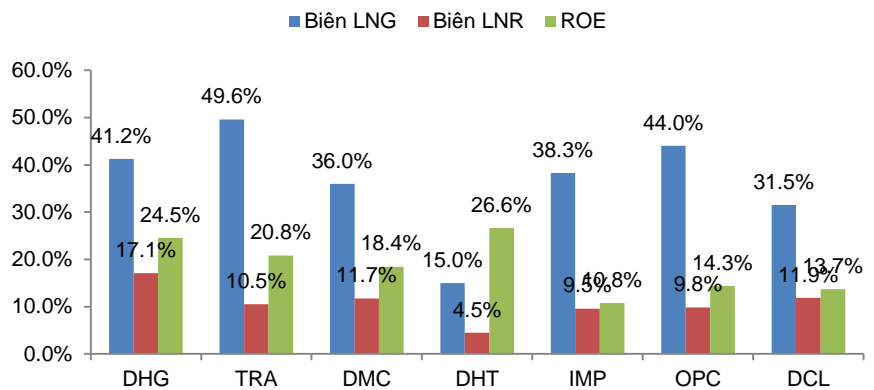
Xét trên quy mô tổng tài sản và vốn chủ sở hữu hiện tại thì DHT cũng thuộc nhóm công ty có giá trị tài sản và VCSH thấp nhất, thực tế này cũng cho thấy vị trí của doanh nghiệp trong suốt giai đoạn 2010 – 2016 khi DHT không tăng vốn, thực tế này đã hạn chế phần nào quy mô hoạt động của DHT.

Biểu đồ 15: Doanh thu và lợi nhuận của các doanh nghiệp năm 2016 (Tỷ đồng)



Về doanh thu và lợi nhuận, DHG, TRA và DMC là 3 doanh nghiệp có doanh thu, lợi nhuận lớn nhất trong năm 2016. Doanh thu lần lượt đạt 4.154 tỷ đồng, 2.006 tỷ đồng, 1.388 tỷ đồng. Lợi nhuận ròng lần lượt đạt 710 tỷ đồng, 211 tỷ đồng, 163 tỷ đồng. DHT có mức doanh thu ở mức trung bình trong ngành, tuy nhiên quy mô lợi nhuận lại khá khiêm tốn và đang thuộc nhóm có lợi nhuận ròng thấp trong ngành, năm 2017 là năm ghi nhận sự tăng trưởng tốt của DHT về kết quả kinh doanh và triển vọng DHT có thể cải thiện vị trí hiện tại trong tương lai gần.

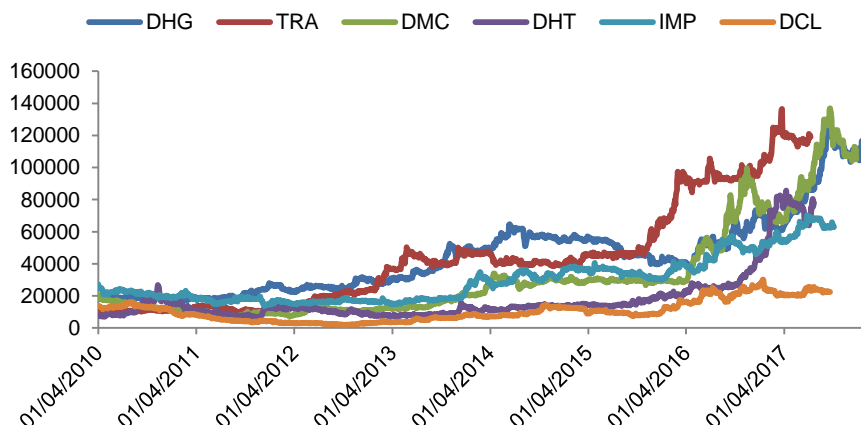
Biểu đồ 16: Biên LN và ROE của các doanh nghiệp năm 2016 (Đơn Tỷ đồng)



DHT hiện tại có ROE thuộc hàng cao nhất trong ngành do quy mô vốn còn nhỏ nhưng hiệu quả hoạt động ở mức trung bình khá, tuy nhiên DHT hiện tại vẫn là công ty có biên lợi nhuận ròng và lợi nhuận gộp thấp nhất trong nhóm các doanh nghiệp cùng ngành được so sánh.

Các doanh nghiệp ngành dược từ lâu đã là các cổ phiếu ưa thích của nhà đầu tư nước ngoài. Một số doanh nghiệp có tỷ lệ nắm giữ của nước ngoài cao như DMC (63,05%), DHG (49%), TRA (48,12%), IMP (49%). Bên cạnh đó, tỷ lệ nắm giữ của nhà nước đối với doanh nghiệp ngành dược cũng khá lớn. Ví dụ như DHG (43,31%), TRA (21,23%), DMC (34,71%),... Trong khi đó sở hữu nước ngoài hiện nay tại DHT chỉ ở mức 7,5%, những hạn chế về mặt quy mô vốn và hiệu quả hoạt động là những nguyên nhân chính khiến dòng vốn ngoại tại DHT vẫn còn thấp

Biểu đồ 12: Diễn biến giá các cổ phiếu ngành Dược từ năm 2010 đến nay



ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Phương pháp so sánh P/E:

Dự kiến mức EPS 2017 DHT có thể đạt được quanh mức 5.500 đ/cp, hiện tại DHT đang giao dịch ở mức giá 75.500 đ/p, tương ứng mức P/Ef khoảng 13,7 lần, thấp hơn mức bình quân ngành được 14,72 lần và bình quân thị trường khoảng 16,9 lần. Chúng tôi cho rằng với quá trình tăng trưởng kết quả kinh doanh khá tốt trong năm 2017 thì P/Ef 14.2 lần là mức phù hợp đối với DHT khi so sánh quy mô vốn, Kết quả kinh doanh và hiệu quả hoạt động của DHT so với các doanh nghiệp khác trong ngành, do đó mức giá hợp lý của DHT theo phương pháp so sánh P/E là khoảng 78.100 đ/cp

Phương pháp FCFE:

Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền của chủ sở hữu (FCFE) với giả định DHT tiếp tục tăng trưởng KQKD 15% năm 2018, 10% năm 2019 và duy trì tốc độ tăng trưởng tối thiểu 5% trong dài hạn. Kết hợp với các giả định khác về lợi suất chiết khấu dài hạn như bảng bên dưới thì mức giá hợp lý của DHT theo phương pháp FCFE là khoảng 84.200 đ/cp.

Các giả định	Lợi tức trái phiếu dài hạn	Rf	9.0%
	Lãi suất thị trường	Rm	11.0%
	Beta	β	0.36
	Hệ số chiết khấu theo CAPM	k	9.7%

PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN CỦA CHỦ SỞ HỮU (FCFE)

Chỉ tiêu	Đvt	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
LNST	Tỷ VNĐ	70.3	80.8	88.9	96.9	104.7	112.0	118.7	124.7
Chi đầu tư	Tỷ VNĐ	11.0	23.2	22.5	21.2	19.5	17.2	18.1	19.0
Khấu hao tài sản	Tỷ VNĐ	14.5	7.9	8.5	9.1	9.7	10.2	10.7	11.2
Thay đổi VLĐ ngoài TM	Tỷ VNĐ	10.0	9.7	9.4	8.9	8.2	7.2	7.6	7.9
Nợ mới - Trả nợ cũ	Tỷ VNĐ	23.7	25.8	27.9	29.9	31.7	33.2	34.9	36.6
FCFE	Tỷ VNĐ	87.4	81.7	93.5	105.8	118.4	131.0	138.7	872.2
PV FCFE, GTKT	Tỷ VNĐ	87.4	74.4	77.7	80.1	81.7	82.4	79.5	455.6
Sum (+)TM	Tỷ VNĐ				1,058.6				
Số lượng CP lưu hành	Triệu cp				12.6				
PVf	VNĐ				84,247				

Kết luận định giá:

Tổng hợp hai phương pháp định giá so sánh P/E và chiết khấu dòng tiền của chủ sở hữu với tỷ trọng 50% cho mỗi phương pháp, chúng tôi đưa ra mức định giá phù hợp đối với DHT là 81.000 đ/cp, cao hơn 7,3% so với thị giá hiện tại 75.500 đ/cp. Do đó chúng tôi khuyến nghị nắm giữ đối với DHT.

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH
BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Đvt: Tỷ VNĐ	2014	2015	2016
Doanh thu bán hàng và CCDV	823,3	969,4	1207,8
Các khoản giảm trừ doanh thu	3,2	28,8	2,3
Doanh thu thuần	820,1	940,6	1205,4
Giá vốn hàng bán	689,8	792,2	1024,7
Lợi nhuận gộp	130,2	148,4	180,8
Doanh thu hoạt động tài chính	4,6	7,5	8,8
Chi phí tài chính	7,6	8,8	9,4
Trong đó: Chi phí lãi vay	8,4	8,1	9
Chi phí bán hàng	49,2	55,3	58,9
Chi phí quản lý doanh nghiệp	42,6	45,7	55,9
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	35,5	47,3	66,5
Thu nhập khác	3,4	4	5,8
Chi phí khác	0	0	0,7
Lợi nhuận khác	3,4	4	5,1
Lãi (lỗ) cty liên doanh/liên kết	1	0	0
Lợi nhuận trước thuế	39,8	51,2	71,5
Chi phí thuế TNDN hiện hành	8,4	10,9	14,7
Chi phí thuế TNDN hoãn lại	-0,1	-0,2	-0,4
Lợi nhuận sau thuế	31,5	40,5	57,2
Lợi ích của cổ đông thiểu số	5,2	3,7	3,4
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	26,3	36,8	53,8

	2013	2014	2015
TÀI SẢN NGẮN HẠN	296,5	372,8	453
Tiền và tương đương tiền	38,7	19,7	46,8
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0	0
Các khoản phải thu	91,7	131,2	121,4
Hàng tồn kho	157	219,7	282,2
Tài sản ngắn hạn khác	9,2	2,2	2,6
TÀI SẢN DÀI HẠN	71,8	63,7	61
Phải thu dài hạn	0	0	0
Tài sản cố định	57,1	55,9	52,6
Bất động sản đầu tư	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	13,1	5	5,5
Lợi thế thương mại	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	1,6	2,7	2,9
TỔNG TÀI SẢN	368,3	436,6	514
NỢ PHẢI TRẢ	204,6	266,4	311,6
Nợ ngắn hạn	202,3	263,8	308,2
Vay và nợ ngắn hạn	130	155,9	168,6
Phải trả người bán	37	63,1	64,4
Người mua trả tiền trước	21,9	29,4	54,9
Nợ dài hạn	2,4	2,6	3,4
Vay và nợ dài hạn	1,8	0,2	0,2
VỐN CHỦ SỞ HỮU	139,6	170,2	202,3
Vốn đầu tư của CSH	62,8	62,8	62,8
Thặng dư vốn cổ phần	29,3	29,3	29,3
Cổ phiếu quỹ	0	-9,4	-9,4
Lãi chưa phân phối	16,6	27,1	46,7
Vốn và quỹ khác	0	0	0
Lợi ích cổ đông thiểu số	24,1	0	0
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	368,3	436,6	514

CÁC HỆ SỐ TÀI CHÍNH

	2014	2015	2016
Hệ số đánh giá thu nhập			
EPS	4.187	5.865	8.625
Giá trị sổ sách của cổ phiếu	22.212	27.083	32.311
Chỉ số P/E			6,4
Chỉ số P/B			1,71
Chỉ số P/S			0,29
Tỷ suất cổ tức			
Hệ số khả năng sinh lời			
Tỷ suất lợi nhuận gộp biên	15,88	15,77	15
Tỷ lệ lãi EBIT	5,88	6,3	6,68
Tỷ lệ lãi EBITDA	7,53	7,63	7,77
Tỷ suất sinh lợi trên doanh thu thuần	3,85	4,3	4,75
ROE	18,67	23,76	28,88
ROA	7,59	9,14	11,32
Tăng trưởng doanh thu thuần	10,37	14,7	28,16
Tăng trưởng lợi nhuận gộp	9,99	13,93	21,85
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	1,41	28,54	39,67
Tăng trưởng LNST của CĐ công ty mẹ	-1,73	39,89	46,24
Hệ số khả năng thanh toán			
Tỷ số thanh toán bằng tiền mặt	0,19	0,07	0,15
Tỷ số thanh toán nhanh	0,69	0,58	0,55
Tỷ số thanh toán nhanh	0,19	0,07	0,15
Tỷ số thanh toán hiện hành	1,47	1,41	1,47
Khả năng thanh toán lãi vay	5,76	7,34	8,97
Hệ số về hiệu quả hoạt động			
Vòng quay phải thu khách hàng	12,52	11,61	14,04
Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	29,16	31,44	25,99
Vòng quay hàng tồn kho	4,67	4,21	4,08
Thời gian tồn kho bình quân	78,22	86,79	89,4
Vòng quay phải trả nhà cung cấp	18,29	15,84	16,07
Thời gian trả tiền khách hàng bình quân	19,96	23,05	22,71
Vòng quay tài sản cố định	13,9	16,64	22,21
Vòng quay tổng tài sản	2,37	2,34	2,54
Vòng quay vốn chủ sở hữu	5,82	6,07	6,47
Hệ số về cơ cấu vốn			
Tăng trưởng tổng tài sản	13,41	18,53	17,73
Tăng trưởng nợ dài hạn	87,8	11,04	29,69
Tăng trưởng nợ phải trả	30,43	30,2	16,97
Tăng trưởng vốn chủ sở hữu	-1,86	21,93	18,92
Tăng trưởng vốn điều lệ	0	0	0
Giá vốn hàng bán/Doanh thu thuần	84,12	84,23	85
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	5,99	5,88	4,89
Chi phí quản lý doanh nghiệp/DTT	5,2	4,86	4,64
Chi phí lãi vay/Doanh thu thuần	1,02	0,86	0,74

Liên hệ trung tâm nghiên cứu:

Thực hiện báo cáo:

Phạm Văn Quỳnh (Email: Quynh.phamvan@mbs.com.vn)Đỗ Bảo Ngọc (Email: Ngoc1.dobao@mbs.com.vn)

Kiểm soát: Trần Hoàng Sơn

Email: Son.tranhoang@mbs.com.vn

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng **Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại**

MUA >=20%

KHẢ QUAN Từ 10% đến 20%

PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG Từ -10% đến +10%

KÉM KHẢ QUAN Từ -10% đến - 20%

BÁN <= -20%

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP. HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp. Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC) và Công ty CP Việt R.E.M.A.X (Viet R.E.M), MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601
Webiste: www.mbs.com.vn