

CTCP DƯỢC HẬU GIANG (DHG) – BÁO CÁO CẬP NHẬT

KHUYẾN NGHỊ: MUA

22/9/2009

THÔNG TIN TỔNG QUAN

Ngành	Dược
Niêm yết	HOSE
Mã CK	DHG
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	200
Giá cao nhất trong 52 tuần	166,000
Giá thấp nhất trong 52 tuần	91,580
KL GDBQ trong 10 ngày	92,690

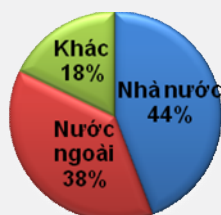
CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ

Giá (22/9/2009)	149.000
Vốn hóa TT (tỷ đồng)	2.980
P/E trailing (x)	18,7
P/B trailing (x)	3,8
P/E forward 2009 (x)	11,1
P/B forward 2009 (x)	3,2
ROE trailing (%)	20,4
ROA trailing (%)	12,7
EV/EBITDA 2008 (x)	15,6

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH 1H 2009

Doanh thu (tỷ đồng)	791,4
LNST (tỷ đồng)	92,4
Tỷ suất LN gộp (%)	52,5
Tỷ suất LN thuần (%)	11,7
Nợ/Vốn (%)	13,0

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



Nguồn: DHG

Vào ngày 4/9/2009, DHG đã chính thức công bố điều chỉnh lợi nhuận cho cả năm 2009 thành 280 tỷ trước thuế và kế hoạch chia tách cổ phiếu 3:1. Theo đó, lợi nhuận tăng 70% so với kế hoạch cũ và 100% so với thực hiện năm trước.

Tăng trưởng vững vàng qua các năm. Tuy năm 2008, là một năm khó khăn cho ngành dược, DHG vẫn nằm trong những công ty hoạt động hiệu quả nhất với 15% tăng trưởng lợi nhuận so với năm trước. Năm nay thị trường đã phần nào hồi phục, DHG một lần nữa đạt kết quả hoạt động nổi bật, với lợi nhuận điều chỉnh 2009 gấp đôi so với lợi nhuận 2008.

Chỉ số lợi nhuận ở mức cao. Đối với hầu hết các công ty, tăng trưởng và chỉ số lợi nhuận thông thường không đi liền với nhau. Nhưng đối với DHG, trong liên tục 3 năm qua, ROE đạt mức hơn 20%. Chúng tôi dự kiến ROE năm nay sẽ tăng lên 30%.

KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG 1H 2009

Doanh thu tăng trưởng mạnh, tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện, và kiểm soát chi phí hiệu quả đã làm nên kết quả hoạt động ấn tượng trong 1H.

Kết quả hoạt động 1H của DHG vượt mong đợi với lợi nhuận sau thuế đạt 101 tỷ, tăng 36% so với cùng kỳ năm trước và hoàn thành 67% kế hoạch cả năm. Thành công này đạt được nhờ hai yếu tố chính- tăng trưởng mạnh trong doanh thu và cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp. Tuy nhiên, cả hai yếu tố này khó có thể nhận biết nếu chỉ nhìn qua những con số của báo cáo tài chính.

Thay đổi trong cách ghi nhận chi phí bán hàng, trong đó chi phí chiết khấu được trừ thẳng vào doanh thu thay vì ghi nhận trong chi phí bán hàng, đã làm giảm doanh thu so với cách ghi nhận cũ và theo đó, giảm chi phí bán hàng. Do vậy, thay vì chỉ tăng 3% như thể hiện trong báo cáo 6 tháng, thực tế tăng trưởng doanh số của DHG giữ vững ở mức ấn tượng 15% so với cùng kỳ.

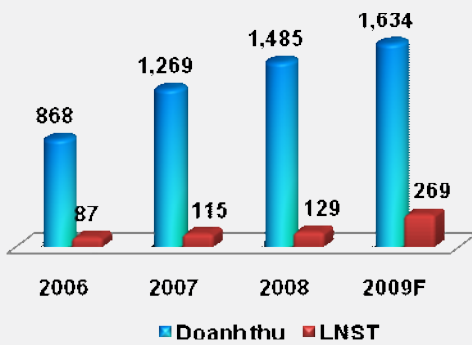
Thêm vào đó, chi phí giá vốn hàng bán gần như không đổi trong 1H2009 so với 1H2008 trong khi doanh thu 1H2009 tăng đáng kể so với 1H2008 chứng tỏ tỷ suất lợi nhuận thực sự đã cải thiện. Nếu dựa trên cách hạch toán cũ, tỷ suất lợi nhuận tăng từ 52.49% trong 1H 2008 lên gần 56.65% trong 1H 2009 và chi phí bán hàng giảm từ 35.6% 1H 2008 xuống 34.8% trong 1H2009. Cải thiện trong tỷ suất lợi nhuận gộp chủ yếu là nhờ giá nguyên vật liệu giảm trong Q1, tăng tỷ lệ các mặt hàng có tỷ suất lợi nhuận cao trong cơ cấu hàng bán. Bên cạnh đó, chi phí bán hàng giảm là kết quả của việc kiểm soát chi phí hiệu quả và những thay đổi trong chế độ chiết khấu được chuyển tiếp từ 2008, khi công ty nỗ lực kiểm soát chi phí trong thời kỳ khó khăn.

Với kết quả hoạt động vượt ngoài mong đợi trong sáu tháng đầu năm, DHG đã điều chỉnh kết hoạch lợi nhuận trước thuế cả năm từ 150 tỷ lên 280 tỷ, trong đó hoàn nhập dự phòng phải thu ngắn hạn khó đòi và hoàn nhập dự phòng giảm giá đầu tư dài hạn tổng cộng 57 tỷ.

Chi phí dự phòng sẽ được hoàn nhập trong báo cáo tài chính soát xét Q2, nâng lợi nhuận trước thuế 1H lên 158 tỷ.

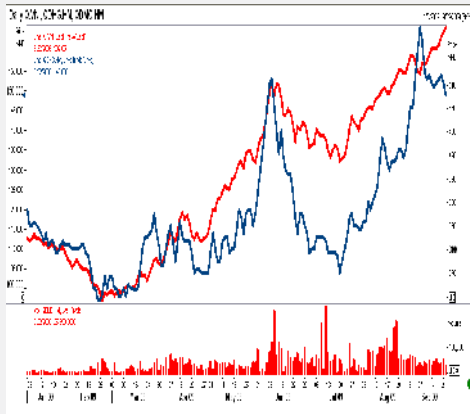
Hoàn nhập dự phòng 57 tỷ, gồm 45 tỷ dự phòng phải thu ngắn hạn khó đòi và 12 tỷ dự phòng giảm giá đầu tư tài chính, sẽ được ghi nhận vào Q2 2009 báo cáo soát xét. Trước đó, DHG lập dự phòng phải thu ngắn hạn khó đòi cho những khách hàng, chủ yếu là hệ bệnh viện trễ hạn thanh toán. Tuy nhiên, những khoản phải thu này đều được bảo đảm thanh toán và vì vậy gần đây DHG đã quyết định hoàn nhập dự phòng. Kết quả là chi phí quản lý doanh nghiệp và chi phí tài chính trong đó dự phòng phải thu và dự phòng đầu tư tài chính đã được ghi nhận sẽ được điều chỉnh trong báo cáo tài chính Q2 soát xét. Do đó, lợi nhuận trước thuế 1H sau khi điều chỉnh sẽ đạt gần 158 tỷ.

KẾT QUẢ KINH DOANH



Nguồn: DHG

BIỂU ĐỒ GIÁ



Nguồn: Reuters

TRIỂN VỌNG 2H 2009

Với việc nâng kế hoạch lợi nhuận từ 150 tỷ lên 280 tỷ trong đó lợi nhuận trước hoàn nhập dự phòng là 223 tỷ, DHG dự kiến hoạt động kinh doanh chính trong nửa sau 2009 sẽ đạt kết quả tốt hơn nửa đầu đáng kể. Nhìn vào kết quả hoạt động của DHG những năm trước, ngoại trừ 2008 khi khó khăn là của chung cho toàn nền kinh tế, doanh thu 2H thường cao hơn 20-30% so với 1H. Do đó, chúng tôi kì vọng doanh số và lợi nhuận Q3 và Q4 sẽ hơn Q2 tương ứng khoảng 15% và 40%. Cụ thể hơn chúng tôi kì vọng lợi nhuận hai quý cuối năm đạt 142 tỷ và kết thúc năm với 300 tỷ lợi nhuận trước thuế.

DỰ ÁN QUAN TRỌNG

Nhà máy Trà Nóc sẽ được khởi công đầu 2010, giúp tăng công suất và sản xuất thêm một số sản phẩm mới. Hiện tại dự án đã nhận được giấy phép của Bộ Y Tế và hoàn tất giai đoạn cuối trong công tác chuẩn bị. Nhà máy với vốn đầu tư 200 tỷ được đặt ở 22ha khu công nghiệp Trà Nóc, có công suất 3 tỷ sản phẩm mỗi năm (tăng 75% công suất hiện tại của DHG). DHG dự kiến nhà máy sẽ đi vào hoạt động Q2 2011.

KHUYẾN NGHỊ

Tại giá hiện tại 149.000đồng/cổ phiếu (22/9/2009), DHG đang được giao dịch ở P/E forward 2009 11,1x, bằng với bình quân P/E của ngành dược. Trong khi đó, nhìn lại lịch sử giao dịch thì DHG luôn được giao dịch với mức PE cao hơn so với các công ty cùng ngành khác. Chúng tôi cho rằng có hai giải thích cho việc này. Thứ nhất, tuy DHG rẻ hơn trong tương quan với các công ty ngành dược khác nếu xét về PE, nhưng giá trị tuyệt đối của cổ phiếu DHG cao hơn rất nhiều, gấp đôi gấp ba so với các công ty dược khác. Do vậy nhiều nhà đầu tư vẫn e dè khi mua DHG. Thứ hai, kế hoạch chia tách vẫn còn khá xa trong tương lai làm cổ phiếu DHG kém hấp dẫn.

Từ khía cạnh phân tích cơ bản, chúng tôi định giá DHG ở mức 180.000 đồng/cổ phiếu. Vì cổ phiếu này đang được giao dịch ở mức giá khá thấp, chúng tôi cho rằng đây là cơ hội bắt đầu tích lũy cho cả nhà đầu tư dài hạn và ngắn hạn. Chất xúc tác có thể sẽ là sự kiện chia tách cổ phiếu, nhưng giá cổ phiếu có thể tăng sớm hơn. Chúng tôi không nghĩ rằng DHG chỉ là một cổ phiếu phòng ngự với dòng tiền ổn định mà nhìn nhận đây là một trong những cổ phiếu tăng trưởng hàng đầu trên thị trường tại.

SO SÁNH VỚI CÁC CÔNG TY NGÀNH DƯỢC

CHỈ TIÊU	DHG	DMC	IMP	DCL	OPC	TRA
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	200,0	179,0	116,6	97,2	81,9	80,0
Giá (đồng) 22/9/2009	149.000	58.500	72.500	68.000	51.000	78.000
Vốn hóa thị trường (VND bn)	2,980,0	1,047,2	845,3	660,9	417,7	624,0
Doanh thu 1H 2009	791,4	490,5	311,0	250,7	137,9	345,5
Tăng trưởng yoy (%)	3,7	9,9	11,5	(2,6)	14,7	(10,8)
LNST 1H 2009	92,4	42,4	33,9	28,3	21,8	25,8
Tăng trưởng yoy (%)	35,7	37,7	6,5	14,1	33,4	17,0
Tổng tài sản Q2/2009	1.262,8	675,9	632,8	602,4	291,0	404,8
Vốn chủ sở hữu Q2/2009	783,6	486,5	527,3	284,5	258,9	277,9
Nợ/Vốn Q2/2009 (%)	13,0	17,1	5,2	83,3	4,0	17,3
P/E trailing (x)	18,7	14,0	13,5	12,1	11,6	12,5
P/B trailing (x)	3,8	2,3	1,6	2,3	1,6	2,2
ROA trailing (%)	12,7	11,7	10,2	9,1	12,4	12,3
ROE trailing (%)	20,4	16,2	12,2	19,2	14,0	17,9
LNST 2009 (VCSC)	268,8	89,5	71,3	62,4	54,1	55,2
P/E 2009 (VCSC)	11,1	11,7	11,9	10,6	7,7	11,3

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

KẾT QUẢ HĐKD (tỷ đồng)	2007A	2008A	1H 2009	1H 2009 R	2009F
Doanh thu thuần	1.269,3	1.485,5	791,0	791,4	1.634,0
Giá vốn hàng bán	600,8	694,4	375,6	375,6	778,9
Lợi nhuận gộp	668,5	791	415,8	415,8	855,1
Chi phí bán hàng	469,3	521,5	226,4	226,4	467,3
Chi phí quản lý doanh nghiệp	59,8	103,9	69,7	24,7	78,4
Lợi nhuận từ HĐ SXKD	139,4	165,6	119,8	164,8	309,3
LNTT	128,3	145,0	101,1	158,1	300,0
LNST	115,1	130,0	93,5	145,3	270,0
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	1,1	1,0	1,0	1,2
LNST của cổ đông công ty mẹ	115,1	128,9	92,4	144,2	268,8
CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)	2007A	2008A	1H 2009		2009F
Tiền	135,0	211,7	424,8		326,8
Đầu tư tài chính ngắn hạn	52,0	2,3	16,1		190,2
Phải thu ngắn hạn	257,4	255,1	229,1		288,4
Hàng tồn kho	230,3	308,2	300,6		303,0
Tài sản ngắn hạn khác	4,2	6,2	10,2		12,4
Tài sản cố định	216,6	224,0	238,8		227,9
Chi phí xây dựng dở dang	12,2	2,0	4,4		9,4
Đầu tư tài chính dài hạn	35,7	66,8	30,3		45,6
Tài sản dài hạn khác	1,4	5,5	8,4		5,4
TỔNG TÀI SẢN	944,7	1.081,8	1.262,8		1.409,2
Nợ ngắn hạn	43,4	8,5	102,0		56,1
Phải trả ngắn hạn	259,6	359,0	358,7		402,2
Nợ dài hạn	0,8	15,2	14,5		15,2
Vốn điều lệ	200,0	200,0	200,0		200,0
Thặng dư vốn	378,8	378,8	378,8		378,8
Cổ phiếu quỹ	-	(0,3)	(0,3)		(0,3)
LN chưa phân phối	1,2	62,2	95,9		235,0
Quỹ khác	58,4	55,2	109,3		122,2
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,5	3,2	4,0		4,1
TỔNG NGUỒN VỐN	944,7	1.081,8	1.262,8		1.409,2
LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2007A	2008A	1H 2009		
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	51,3	177,7	146,1		
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT	(191,6)	(13,2)	(26,6)		
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC	235,3	(82,8)	93,5		
Lưu chuyển tiền thuần trong kì	94,9	81,8	213,1		
Tiền và tương đương tiền đầu kì	35,0	130,0	211,7		
Tiền và tương đương tiền cuối kì	130,0	211,7	424,8		
CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2007A	2008A	1H 2009	1H 2009 R	2009F
Tăng trưởng DT (%)	46,2	17,0	3,7	3,7	10,0
Tỷ suất LN gộp (%)	52,7	53,3	52,5	52,5	52,3
LN từ HĐKD/DT (%)	11,0	11,1	15,1	20,8	18,9
ROA trailing (%)	12,2	12,0	12,8	16,1	19,2
ROE trailing (%)	18,0	18,7	20,6	25,3	28,9
ROIC trailing (%)	16,9	18,5	18,3	23,9	27,2
EPS (VND)	5.757	6.500	8.086	10.578	13.500
Tăng trưởng EPS (%)	(47,1)	12,9	n/a	n/a	107,7

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.

Trịnh Thanh Cần can.trinh@vcsc.com.vn

Hoàng Thị Hoa hoa.hoang@vcsc.com.vn

Ông Thị Thanh Thảo thao.ong@vcsc.com.vn

Trương Vĩnh An an.truong@vcsc.com.vn

Nguyễn Ngọc Ý Nhi nhi.nguyen@vcsc.com.vn

Võ Phúc Nguyên nguyen.vo@vcsc.com.vn

Võ Xuân Quỳnh quynh.vo@vcsc.com.vn

Lê Chí Hiếu hieu.le@vcsc.com.vn

Vũ Thành Tú tu.vu@vcsc.com.vn

BỘ PHẬN NGHIÊN CỨU & PHÂN TÍCH CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN BẢN VIỆT

67 Hàm Nghi, Quận 1, TP.HCM, Việt Nam

ĐT: (84 8) 3914 3588 Fax: (84 8) 3914 3209

<http://www.vcsc.com.vn>