

Báo cáo phân tích

Ngày 29/10/2009

Trụ sở
152 Thụy Khuê, Tây Hồ,
Hà Nội
ĐT: (04) 37280921
Fax: (04) 37280920

Chi nhánh HCM
193 Trần Hưng Đạo,
Quận 1
ĐT: (08) 38386868
Fax: (08) 39207542

Website:
www.tvsi.com.vn
Email:
contact@tvsi.com.vn



DBT: CTCP Dược Bến Tre—HNX

Thông tin cổ phiếu

Tên công ty:	Công ty cổ phần Dược Bến Tre
Tên viết tắt:	BEPHARCO
Tên quốc tế:	Ben Tre Pharmaceutical JSC
Mã chứng khoán:	DBT
Vốn điều lệ	30 tỷ đồng
Số lượng CP niêm yết	3,000,000 CP
Trụ sở chính:	6A3 Quốc lộ 60, p. Phú Khương, thị xã Bến Tre, Bến Tre
Điện thoại:	(84-75) 3813 447—3829 528
Fax:	(84-75) 3824 248
Email:	bepharco@vnn.vn
Website:	www.bepharco.com

Thông tin doanh nghiệp

CTCP Dược Bến Tre tiền thân là phòng bào chế thuốc của Ban Dân Y Bến Tre thành lập năm 1963. Trải qua quá trình hoạt động phát triển không ngừng, qua 2 lần đổi tên, đến năm 2004, công ty Dược và Vật tư Y tế Bến Tre—Bepharco được chuyển sang hoạt động dưới mô hình công ty cổ phần, với số vốn điều lệ là 20 tỷ đồng, với tỷ lệ 51% cổ phần do nhà nước sở hữu.

Hiện nay với đội ngũ cán bộ trên 360 người gồm 4 dược sĩ chuyên khoa cấp I, 50 dược sĩ đại học, 19 cán bộ đại học khác, 200 dược sĩ trung học và 98 cán bộ nhân dân làm việc tại trụ sở chính và 4 chi nhánh lớn tại địa bàn các tỉnh Hà Nội, Hồ Chí Minh, Đà Nẵng, Cần Thơ. Dược Bến Tre không ngừng mở rộng thị phần tiêu thụ và tiến tới đáp ứng tốt nhất nhu cầu của khách hàng với phương châm: "CHẤT LƯỢNG—AN TOÀN—HIỆU QUẢ".

Ngành Dược phẩm

Công ty cổ phần Dược Bến Tre

Hoạt động kinh doanh

Danh sách Ban lãnh đạo, HĐQT

Tên cổ đông	Chức vụ	Số lượng CP
Đinh Văn Bích	Chủ tịch HĐQT	25,410
Nguyễn Việt Sơn	Phó chủ tịch HĐQT/Giám đốc	15,400
Lê Phước Lễ	Thành viên HĐQT	11,099
Nhan Thế Hùng	Thành viên HĐQT	150,480
Nguyễn Văn Nền	Thành viên HĐQT/Phó GD	20,220
Dương Thành Đông	Phó Giám Đốc	23,620
Trần Thị Thanh Phượng	Phó Giám đốc	5,000

Nguồn: DBT, TVSI tổng hợp

Khi đất nước bắt đầu chuyển sang cơ chế thị trường, với chức năng nhiệm vụ chính là **sản xuất dược phẩm trị bệnh cho người**; Lưu thông phân phối dược phẩm; **Xuất nhập khẩu nguyên phụ liệu, dược phẩm và trang thiết bị y tế**. Công ty đã đầu tư xây dựng nhà xưởng, mua sắm trang thiết bị hiện đại nhằm tăng cường phát triển sản xuất, đẩy mạnh phân phối lưu thông, phát triển mạnh thị trường xuất nhập khẩu, vươn ra thị trường toàn quốc, tạo bước phát triển nhảy vọt và liên tục.

Hiện nay, sản phẩm chính của công ty vẫn là sản xuất và kinh doanh thuốc chữa bệnh cho người. **Nguồn nguyên vật liệu được lấy từ hai nguồn:** nhập khẩu trực tiếp từ các nhà sản xuất nước ngoài, có doanh thu trung bình chiếm từ 55 - 55% tổng doanh thu bán hàng hằng năm; và nhập từ các nhà sản xuất trong nước với doanh thu trung bình hàng năm từ 45—50% tổng doanh thu hằng năm.

Các nhà cung cấp nước ngoài trực tiếp cho Bepharco gồm có: DMV-Fonterra Excipients (NZ) Ltd. (New Zealand), Unimark Remedies Ltd, Rap-takos, Cipla (Ấn Độ), Gedeon Richter, Egis (Hungary).

Và Bepharco cũng nhập từ các công ty dược có tiếng trong nước như: Mekophar, Domesco, Imexpharm, Vidiphar, Dược Hậu Giang, Dược 3/2...

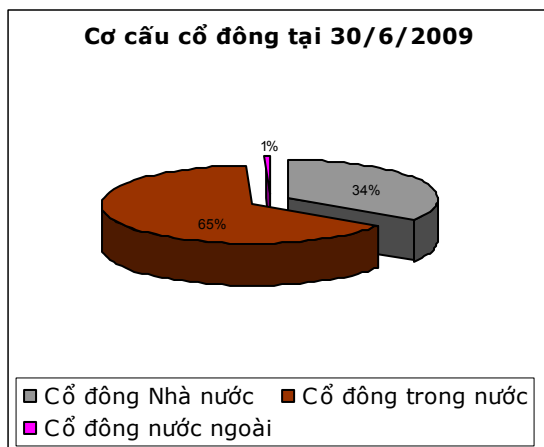
Nhờ đó mà công ty được đảm bảo về nguồn cung nguyên vật liệu đầu vào, ổn định kinh doanh sản xuất. Tuy nhiên doanh thu và lợi nhuận của Bepharco phụ thuộc nhiều vào sản lượng tiêu thụ của khách hàng, chênh lệch giữa giá phân phối và giá cung ứng của nhà sản xuất, hoa hồng phân phối.

Chỉ tiêu tài chính				
Chỉ tiêu	2006	2007	2008	9T/2009
LN thuần HĐSXKD ('000 VNĐ)	3,446,766	2,136,509	6,855,446	3,488,485
Thay đổi (%)		-38.01%	220.87%	
LNST ('000 VNĐ)	5,941,963	9,449,545	10,842,536	5,306,121
Thay đổi (%)		59.03%	14.74%	
EPS ('000 VNĐ)	2.953	3.089	3.465	1.449
Thay đổi (%)		4.62%	12.16%	
BVPS ('000 VNĐ)	12.50	22.56	22.53	22.91
ROE	23.81%	13.99%	16.06%	7.74%
ROA	3.64%	4.84%	4.73%	1.89%

HOẠT ĐỘNG DOANH NGHIỆP

Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông tại 30/6/2009



Bepharco là một nhà phân phối mạnh, có uy tín và cũng là một trong những đơn vị được Nhà nước cho phép xuất nhập khẩu trực tiếp đầu tiên tại Việt Nam, là nhà phân phối lớn của nhiều đối tác nước ngoài. Đặc biệt, Bepharco đang phân phối và chiếm hơn 50% doanh số của Gedeon Richter—hãng dược phẩm nổi tiếng nhất Châu Âu và trên thế giới hơn 100 năm nay—atại thị trường Việt Nam.

Bên cạnh đó, Bepharco còn là **nhà phân phối cho tất cả các sản phẩm do Công ty liên doanh Meyer-BPC sản xuất**. Trong đó, Bepharco đóng góp 900.000 USD (chiếm 60% VDL của công ty), 40% (600.000 USD) còn lại được góp vốn bởi Meyer Pharmaceutical Ltd. Co (Hong Kong).

Khi mới thành lập, UBND tỉnh Bến Tre—cổ đông Nhà nước vẫn nắm giữ vị trí cổ đông chiến lược của công ty khi sở hữu 51% vốn điều lệ. Nhưng tính tới thời điểm cuối quý II/2009, các cổ đông nước ngoài bắt đầu quan tâm tới tiềm năng hoạt động kinh doanh của Bepharco khi chiếm giữ gần 1% vốn điều lệ, và Nhà nước hiện chỉ nắm giữ 34% vốn điều lệ với tổ chức đại diện là Tổng công ty Đầu tư và kinh doanh vốn Nhà nước.

Vì mới hoạt động theo cơ chế công ty cổ phần, nên công ty cũng không tránh khỏi những khó khăn có ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả kinh doanh, như: sự biến động giá dược phẩm, cạnh tranh gay gắt giữa các doanh nghiệp cùng ngành, nhà máy liên doanh Meyer-BPC mới đang ở trong giai đoạn đầu nên thiếu ổn định về số lượng và chất lượng. Tuy nhiên, công ty cũng đạt được những thành tựu nhất định trong năm khó khăn 2008 và 9 tháng đầu năm 2009.

So sánh với một số DNNY cùng ngành

ĐVT: tỷ đồng

Chi tiêu	DBT	DCL	DMC	IMP	DHG
Tổng tài sản	229	551	613	596	1,082
VCSH	67.6	270	471	516	701
Vốn điều lệ	30	97.8	137.7	116.6	200
LNST/DTT (%)	2.9	9.7	6.7	10.4	8.75
ROA (%)	4.7	9.4	10.3	9.77	12.12
ROE (%)	14.3	18.6	13.3	11.3	17.88
EPS (VNĐ)	3,216	5,263	4,561	4,997	6,776

Nguồn: DBT2008, TVSI tổng hợp

Trong năm 2008, tổng tài sản của Bepharco vào khoảng 229 tỷ đồng, tăng 17.43% so với năm 2007, doanh thu thuần đạt hơn 346 tỷ đồng, tăng 13.11% so với năm 2007. Doanh thu tăng làm lợi nhuận sau thuế tăng 14.74%, đạt hơn 10.8 tỷ đồng so với năm trước.

Bước qua giai đoạn khó khăn và dần hồi phục với xu hướng thị trường, 9 tháng đầu năm công ty đã đạt gần 303 tỷ đồng doanh thu, bằng 87.44% so với doanh thu cả năm 2008, lợi nhuận sau thuế vào khoảng 5,3 tỷ đồng, bằng 48.9% so với năm 2008. EPS 9 tháng đầu năm đạt 1,449 đồng.

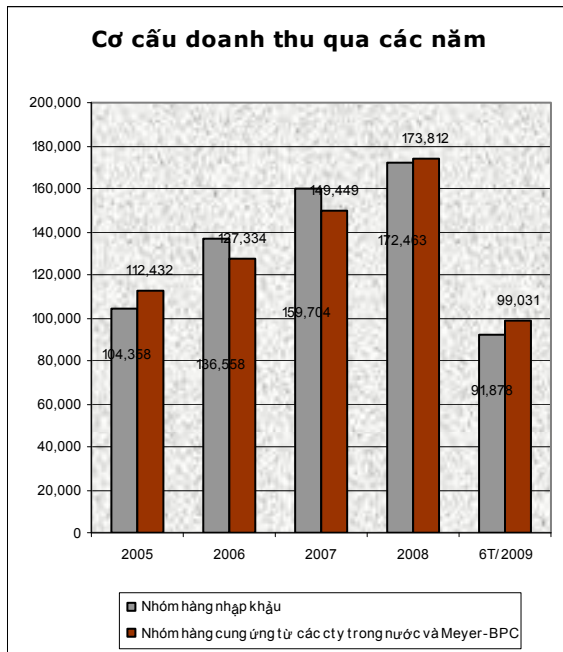
Khả năng thanh toán

Nhìn chung, khả năng thanh toán những khoản nợ ngắn hạn của DBT là ổn định qua các năm. Bởi vì ngành công ty hoạt động ít chịu rủi ro khi kinh tế suy thoái, trong trường hợp của DBT thì nguyên nhân ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng thanh toán là lãi suất cho vay của NTHM công thương chi nhánh Bến Tre, NH đầu tư và phát triển Bến Tre... và tỷ giá ngoại tệ cũng như thuế nhập khẩu của các mặt hàng thuốc. Khả năng thanh toán nhanh của công ty (0.47 lần) là kém so với các công ty có quy mô tài sản tương đương cùng ngành như PMC, OPC, TRA, chỉ nhỉnh hơn DHT (0.46 lần).

	2006	2007	2008	9T/2009
Khả năng thanh toán ngắn hạn (lần)	1.06	1.37	1.27	1.22
Khả năng thanh toán nhanh (lần)	0.50	0.66	0.47	0.47

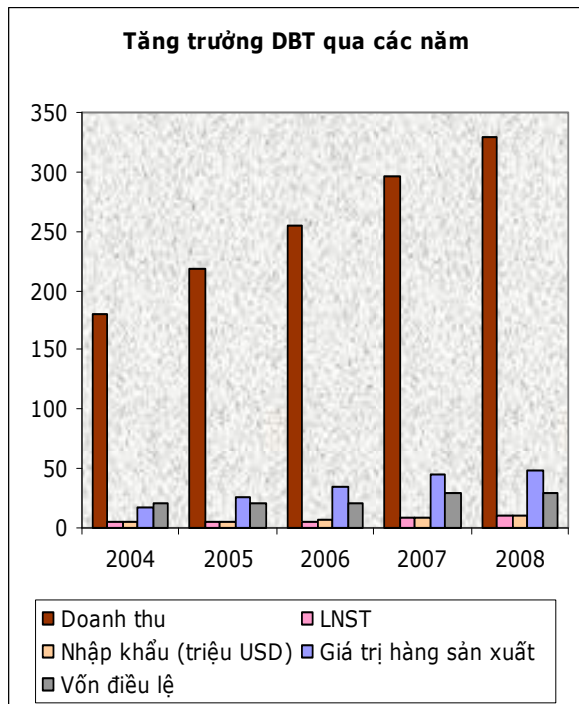
ĐÁNH GIÁ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

Cơ cấu doanh thu qua các năm



ĐVT: triệu đồng

Tăng trưởng DBT qua các năm



Nguồn: DBT2008, TVSI tổng hợp

Nguyên nhân chủ yếu là do hàng tồn kho của DBT chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tài sản ngắn hạn (khoảng 62%), mà chủ yếu là hàng hóa tồn kho, rồi đến nguyên vật liệu.

Cơ cấu vốn

So với các công ty cùng ngành thì DBT đã sử dụng khá nhiều nợ và cao hơn PMC (22.87%), OPC (7.16%), TRA (28.36%), tỷ lệ nợ/TTS của DBT là 66.41%. Và việc sử dụng này là có hiệu quả khi ROE năm 2008 là 16.06%, cao hơn so với năm 2007 là 13.99%. Nhưng nếu mà công ty không quản lý tốt những khoản nợ này sẽ phải đối mặt với rủi ro về tính thanh khoản, cũng như các chi phí tài chính phát sinh. Gây ảnh hưởng đến doanh thu cũng như lợi nhuận của công ty.

Hiệu quả sinh lời trên tổng tài sản của DBT là ổn định qua các năm và tương đương với DHT-Dược Hà Tây ở trong khoảng 4.7 - 4.85%. Tuy nhiên, tài sản vẫn không được sử dụng một cách hiệu quả để tạo ra lợi nhuận sau thuế một cách tốt nhất so với các công ty PMC, TRA, OPC, IPM..

Khả năng hoạt động

Vòng quay tổng tài sản của DBT năm 2008 là 1.51 lần, ở mức trung bình so với các DNNY khác, thấp hơn PMC, DHT và TRA, nhưng cao hơn IMP và OPC. Như vậy, hiệu quả hoạt động tạo ra doanh thu từ một đồng tài sản của DBT ở mức trung bình khá.

Hiệu quả quản lý hàng tồn kho giảm dần trong những năm gần đây, từ 3.54 vòng trong năm 2006, xuống 2.29 vòng trong năm 2008. Năm 2008, công ty chỉ quản lý hàng tồn kho tốt hơn OPC còn lại đều không bằng các công ty khác IMP, TRA, DHT, PMC...

Chỉ số vòng quay khoản phải thu của DBT năm 2008 là 6.79 cao hơn mức 4.67 của năm 2007, cũng ở mức trung bình so với các công ty cùng lĩnh vực. Cho thấy, chính sách tín dụng của DBT đối với khách hàng là khá hiệu quả, vẫn đảm bảo được việc giữ chân khách hàng và vẫn có được các khoản phải thu từ việc khách hàng nợ, hoặc thanh toán chậm.

Nhận định

Với kế hoạch chi trả cổ tức trong 5 năm tiếp theo vẫn ở mức 20%, bằng với mức chi trả năm 2008. DBT có một chiến lược trả cổ tức ổn định và tương đối cao. Cùng việc phát huy hết công suất nhà máy liên doanh Meyer-BPC và sớm xây dựng nhà máy sản xuất thuốc nước đạt GMP-WHO thuộc Bepharco đưa vào hoạt động sẽ góp phần nâng cao hiệu quả sản xuất cũng như năng lực cạnh tranh của DBT.

Chúng tôi dự báo P/E của DBT ở mức 10.x lần, P/B là 2.x lần, và mức dự báo EPS 2009 là 3,600VNĐ, giá trị sổ sách là 25,200VNĐ. Theo phương pháp định giá P/E, chúng tôi có giá của DBT được dự báo là **36,000VNĐ**. Phương pháp P/B là **50,400VNĐ**. Và phương pháp DDM 2 giai đoạn là **57,400VNĐ**.

Như vậy, tính chung cho cả 3 phương pháp P/E, P/B và DDM thì cổ phiếu DBT được định giá ở mức: **47,900VNĐ**.

SWOT và Nhận định

Điểm mạnh

- Có nguồn cung ổn định về chất lượng và số lượng khi Bepharco là đại lý phân phối chính cho hãng Genedo Richter của Hungary.
- Có chiến lược kiểm soát giá dược phẩm đầu vào, giá phân phối tốt và luôn giữ uy tín với khách hàng
- Bepharco phụ trách cung ứng sản phẩm do công ty liên doanh Meyer-BPC sản xuất nên các sản phẩm luôn đạt chất lượng tốt, đảm bảo tiêu chuẩn về thực hành sản xuất thuốc tốt, đồng thời giá đầu vào của DBT chính là giá xuất xưởng của Meyer-BPC nên DBT có lợi thế cạnh tranh cao trong thị trường.

Điểm yếu

- Công ty chưa phát triển mạnh việc đa dạng hóa thị trường và chưa khai thác hết tiềm năng của thị trường nội địa.

Cơ hội

- Hoạt động trong lĩnh vực dược phẩm và sản xuất dược phẩm—một ngành không thể thiếu để đảm bảo sức khỏe hoạt động của con người. Do đó, nhu cầu tiêu dùng của khách hàng đối với các sản phẩm thuốc luôn ở mức cao và ổn định. Vì thế, ngành này có tốc độ tăng trưởng ổn định, luôn là cơ hội tốt để Bepharco phát triển hoạt động kinh doanh thương mại của mình, kể cả khi kinh tế rơi vào tình trạng khó khăn.
- Tiếp cận với nhiều thị trường dược phẩm lớn, đa dạng với điều kiện kinh doanh và cạnh tranh công bằng.
- Công ty có quyền lựa chọn nguyên liệu đầu vào đa dạng hơn với mức chi phí và chất lượng hợp lý. Qua đó, có điều kiện phát triển hệ thống phân phối, tiêu thụ sản phẩm sao cho hiệu quả, có khả năng cạnh tranh.

Thách thức

- Khi Việt Nam gia nhập WTO, các doanh nghiệp dược phải đối mặt với môi trường cạnh tranh bình đẳng hơn khi các hàng rào thuế quan bị hạ thấp. Dự kiến mức thuế chung cho dược phẩm là từ 0-5% và mức thuế trung bình là 2.5% sau 5 năm kể từ ngày Việt Nam hội nhập kinh tế quốc tế.
- Áp lực có nhiều đối thủ cạnh tranh hơn, khi các công ty dược phẩm nước ngoài được phép mở chi nhánh chính thức tại Việt Nam, được phép kinh doanh trực tiếp đối với dược phẩm trên các lĩnh vực xuất nhập khẩu, bán buôn, bán lẻ, cung cấp các dịch vụ có liên quan đến dược phẩm.

Kế hoạch kinh doanh và lợi nhuận 5 năm tới

Các chỉ tiêu	2009	2010	2011	2012	2013	2014
1. Doanh thu (tỷ đồng)	360	400	440	500	550	600
2. Nhập khẩu (triệu USD)	7.5	8.5	9	9.5	10	10
3. LNST (tỷ đồng)	10.8	18	28.8	28.8	36	43
LNST/VĐL	36%	36%	36%	36%	36%	36%
4. Giá trị hàng sản xuất (tỷ đồng)						
- Tự sản xuất và gia công	3.8	4.2	4.6	5	5.5	6
- Mua của liên doanh	30	35	40	45	50	55
5. Vốn điều lệ (tỷ đồng)	30	50	80	80	100	120
6. Cổ tức	20%	20%	20%	20%	20%	20%

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Tân Việt (TVSI) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của TVSI.

TVSI có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng TVSI có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

Phó phòng Phân tích Đầu tư

Chuyên viên phân tích

Lê Thùy Ngọc Khanh