

**NGÀNH: DƯỢC PHẨM**
**Ngày 02 tháng 04 năm 2019**

## CÔNG TY CỔ PHẦN DƯỢC HẬU GIANG (HSX: DHG)

**Nguyễn Phương Thảo**

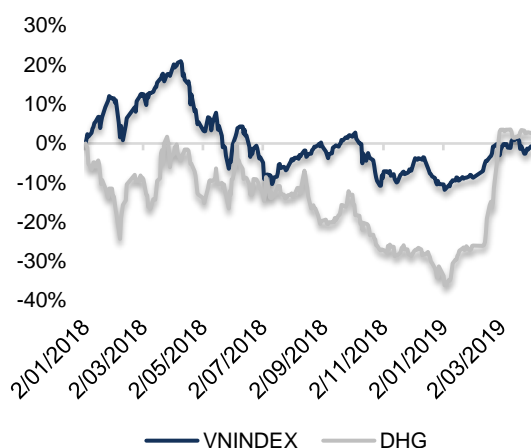
Chuyên viên phân tích

Email: thaonp2@fpts.com.vn

Điện thoại: (84.28) - 6290 8686 - Ext : 7588

<b>Giá thị trường (02/04/2019)</b>	<b>118.300</b>	<b>Khuyến nghị</b>
<b>Giá mục tiêu:</b>	<b>76.000</b>	<b>BÁN</b>
<b>Chênh lệch:</b>	<b>-36%</b>	

### Diễn biến giá cổ phiếu DHG



### DOANH THU TỪ MẢNG KINH DOANH CHÍNH - THUỐC KHÁNG SINH, GIẢM ĐAU ĐANG CÓ DẤU HIỆU CHỮNG LẠI

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu DHG – Công ty cổ phần DHG, niêm yết trên sàn HSX. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá mục tiêu cổ phiếu DHG là **76.000 VND/cp**, thấp hơn 36% so với mức giá hiện tại.

Chúng tôi ước tính doanh thu trong năm 2019 của DHG đạt khoảng 3.989 tỷ đồng (+3% yoy), lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ ước đạt 713 tỷ đồng (+9% yoy) tương ứng với mức EPS 4.900 đồng/cp. Chúng tôi khuyến nghị **BÁN** đối với cổ phiếu DHG tại thời điểm hiện tại. Nhà đầu tư có thể xem xét **MUA** vào ở mức giá 68.000 VNĐ/cp (tỷ suất sinh lời kì vọng 12%). Chúng tôi đưa ra khuyến nghị dựa trên những luận điểm sau:

#### Rủi ro doanh nghiệp:

**Rủi ro từ việc phụ thuộc lớn vào mảng thuốc kháng sinh**, trong khi Chính phủ đang tăng cường kiểm soát bán thuốc kháng sinh không toa trên kênh OTC.

**Rủi ro cạnh tranh**: Kênh OTC đang chịu sự cạnh tranh gay gắt về giá và phân khúc sản phẩm với các doanh nghiệp nội địa.

**Rủi ro chính sách**: Việc dây chuyền đạt tiêu chuẩn PIC/S Malaysia của DHG ở nhà máy Tân Phú Thạnh sẽ không có lợi thế đấu thầu thuốc giảm đau hạ sốt vào phân khúc cấp cao (Nhóm 2) khi dự thảo đầu thầu 11/2018/TT-BYT được thông qua.

**Rủi ro tập trung lớn vào kênh OTC**: triển vọng không tích cực khi (1) bảo hiểm y tế toàn dân: người dân sẽ đi khám bệnh nhiều hơn, giúp bỏ thói quen tự mua thuốc điều trị, dẫn đến việc chi tiêu thuốc qua kênh ETC tăng (2) nhận thức tốt hơn của cộng đồng về tình trạng kháng thuốc kháng sinh (3) hệ thống y tế được nâng cấp

#### Rủi ro ngành:

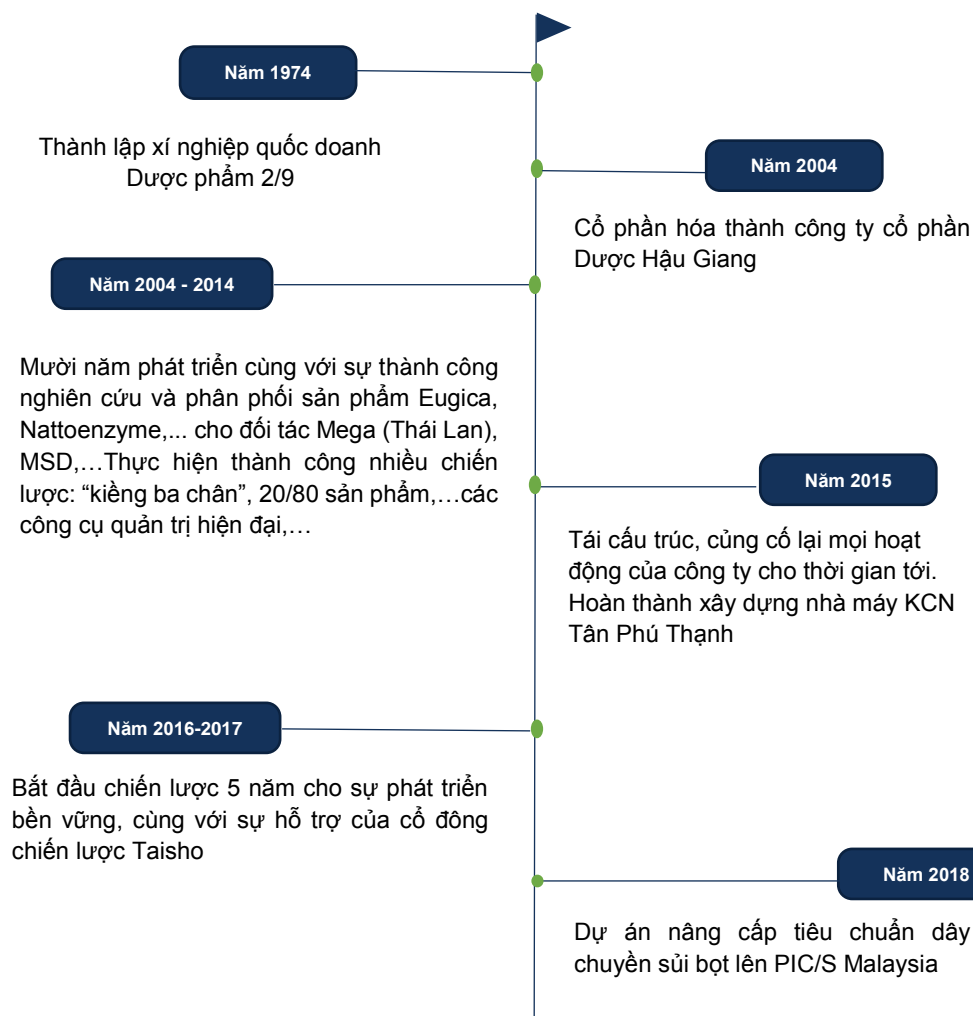
**Biến động giá nguyên liệu đầu vào**: Khoảng 90% nguyên vật liệu đầu vào phải nhập khẩu, phụ thuộc vào sự biến động giá dược liệu (API) và biến động tỷ giá.

**Bằng cách sử dụng các phương pháp định giá**, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của một cổ phiếu DHG là 76.000 đồng/cp, thấp hơn 36% so với giá hiện tại. Chi tiết về định giá doanh nghiệp được trình bày [tại đây](#).

Thông tin giao dịch		02/04/2019
Giá hiện tại		118.300
Giá cao nhất 52 tuần (đ/CP)		119.600
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/CP)		72.700
Số lượng CP niêm yết (CP)		130.746.071
Số lượng CP lưu hành (CP)		130.746.071
KLGD BQ 3 tháng (CP/ngày)		199.674
% sở hữu nước ngoài		49%
Vốn hóa (tỷ đồng)		15.428
Tổng quan doanh nghiệp		
Tên	CTCP Dược Hậu Giang	
Địa chỉ	288 Nguyễn Văn Cừ, Quận Ninh Kiều, Thành Phố Cần Thơ	
Doanh thu chính	Thuốc tự sản xuất	
Chi phí chính	Nguyên liệu nhập khẩu, chi phí bán hàng, quảng cáo	
Lợi thế cạnh tranh	Cổ đông chiến lược Taisho, hệ thống phân phối rộng	
Rủi ro chính	Biến động nguyên liệu đầu vào	
Danh sách cổ đông tại		Tỉ lệ (%)
SCIC		43,3%
Taisho Pharmaceutical Holding		35%
Khác		27%

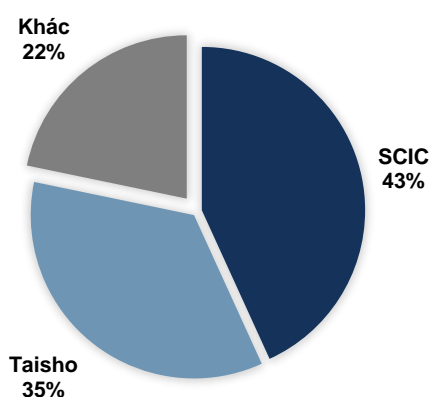
## TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

### LỊCH SỬ HÌNH THÀNH



### CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

#### CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



- Hiện nay, SCIC là cổ đông lớn nhất với tỉ lệ sở hữu 43,3%. Theo kế hoạch trong vòng 2 – 3 năm tới, Nhà nước sẽ thoái hết vốn khỏi DHG

- Taisho bắt đầu trở thành cổ đông chiến lược của DHG từ 2016 với tỉ lệ sở hữu 24,9%. Trong năm 2018, Taisho đã tăng lên tỉ lệ 34,3%. Năm 2019, Taisho tiếp tục nâng dần tỉ lệ sở hữu lên 57%. Nếu thương vụ thành công thì Taisho sẽ trở thành cổ đông lớn nhất của DHG. Taisho sẽ hỗ trợ DHG trong việc chuyển giao công nghệ, nghiên cứu phát triển sản phẩm, gia tăng khả năng xuất khẩu...

## LĨNH VỰC KINH DOANH

Sản xuất và kinh doanh 3 dòng sản phẩm chính: dược phẩm, thực phẩm chức năng, dược mỹ phẩm. Các dòng sản phẩm này sẽ xoay quanh 10 ngành hàng: Kháng sinh, Giảm đau hạ sốt, Hô hấp, Dinh dưỡng, Cơ – Xương - Khớp, Tiêu hóa, Thần kinh - Nhân Khoa, Tim mạch - Tiểu đường, Gan - Mật, Chăm sóc da.

### Sản phẩm của DHG



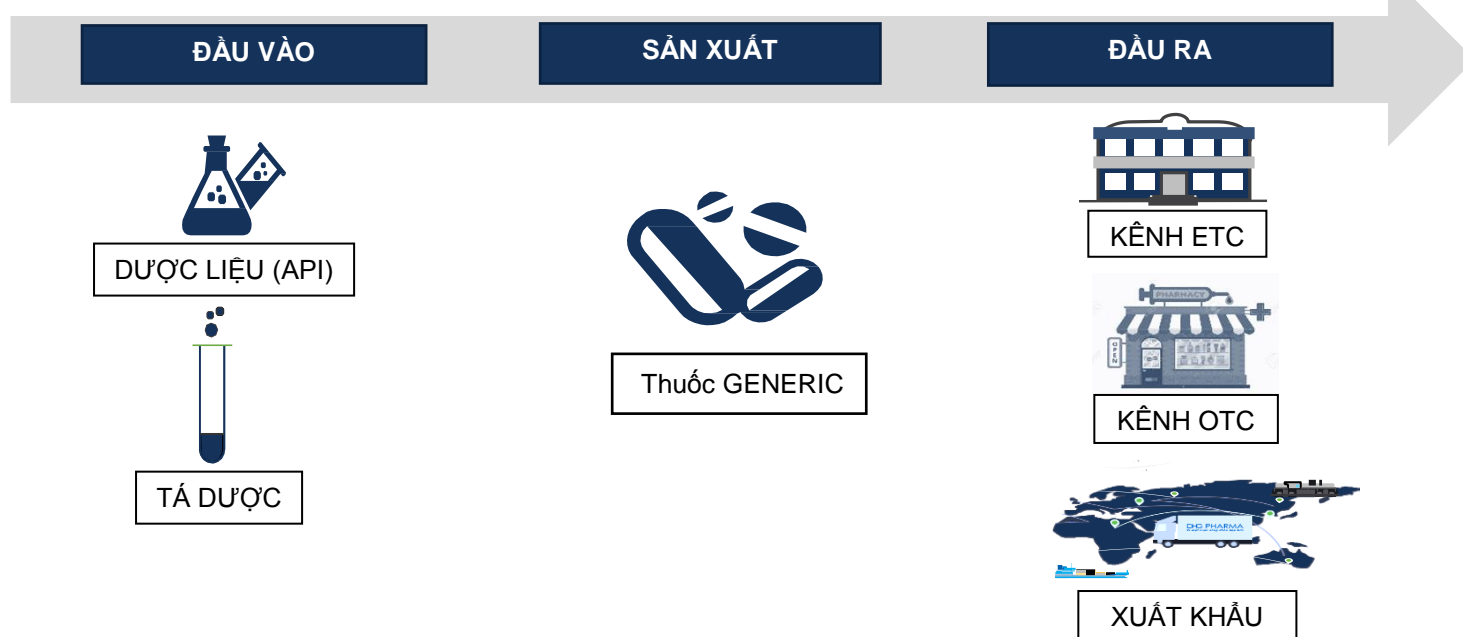
Dược phẩm

Thực phẩm chức năng

Dược mỹ phẩm

## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### CHUỖI GIÁ TRỊ



- Đầu vào của chuỗi giá trị là Dược liệu (API) và Tá dược. 80% thành phần chính này đều phải nhập khẩu (do công nghiệp hóa dược Việt Nam chưa phát triển). Thị trường nhập khẩu của DHG khá đa dạng: Trung Quốc, Tây Ban Nha, Đức, Ý,... Bên cạnh đó, còn có một số nguyên vật liệu cần có như nang rỗng, nhãn thuốc, tờ hướng dẫn sử dụng,...
- Sử dụng bằng phát minh đã hết hạn bảo hộ, thuốc sản xuất trong quá trình này được gọi là thuốc generic.
- Đầu ra: tiêu thụ hầu hết ở nội địa và một phần nhỏ xuất khẩu
  - Nội địa, được tiêu thụ qua hai kênh: kênh ETC (kênh điều trị: bệnh viện, phòng khám), kênh OTC (kênh thương mại: nhà thuốc tư nhân, siêu thị BigC, Pharmacy,...)
  - Xuất khẩu: chủ yếu sang Lào, Campuchia, Myanmar, Singapore, Malaysia,...

### Đầu vào: Khoảng 80% nhập khẩu, chi phí đầu vào đang có xu hướng tăng

Theo ICH Q7A, API (Active Pharmaceutical Ingredient) là hỗn hợp của bất kỳ chất hoặc chất nào được sử dụng trong sản xuất thuốc và thành phần hoạt tính của thuốc khi được sử dụng trong ngành dược phẩm. Chất này có hoạt tính dược lý hoặc các tác dụng trực tiếp khác trong chẩn đoán bệnh, điều trị, giảm các triệu chứng, điều trị hoặc phòng bệnh, hoặc có thể ảnh hưởng đến chức năng hoặc cấu trúc của cơ thể.

Ước tính API chiếm khoảng từ 50% đến 70% giá vốn hàng bán của DHG, đi cùng với việc hơn 80% API phải nhập khẩu sẽ là yếu tố ảnh hưởng nhất đến đầu vào của doanh nghiệp. Điểm mạnh của DHG nằm ở lợi thế quy mô lớn: được nhận chiết khấu khi mua hàng, có thể lựa chọn nhà cung cấp, nên rủi ro khan hiếm hàng hóa là rất thấp, chủ yếu đến từ rủi ro tỷ giá và biến động giá API. Bên cạnh đó, khi giá nguyên vật liệu tăng, DHG có thể trình lên Bộ Y Tế để xét duyệt trong việc tăng giá bán, tùy vào tỉ lệ đóng góp của từng API trong thuốc để tăng với mức phù hợp. Tuy nhiên, DHG sẽ xem xét thêm yếu tố cạnh tranh để có quyết định tăng giá hay không.

### Xu hướng giá API:

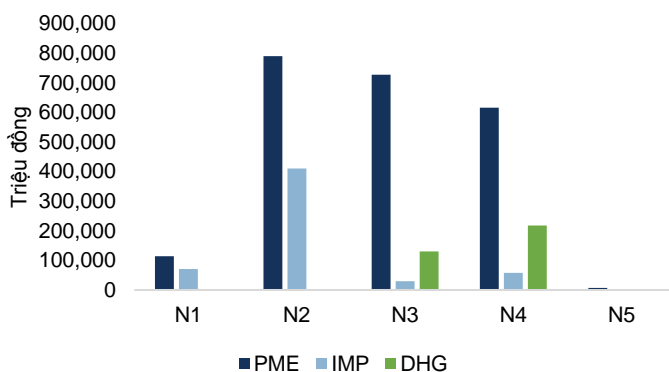
+ Xu hướng ngắn hạn – có xu hướng tăng: xu hướng giá API đang tăng do giá API từ Trung Quốc tăng (Trung Quốc đóng cửa gần 40% nhà máy sản xuất API gây ô nhiễm môi trường trong năm 2018, tăng cường kiểm soát trong năm 2019 và 2020 và dự kiến sẽ kéo dài việc kiểm soát ô nhiễm môi trường trong 5 năm kể từ 2018)

+ Xu hướng dài hạn – có xu hướng giảm: xu hướng giá API sẽ giảm do (1): quy mô sản xuất tăng (Ấn Độ, Hàn Quốc, Bắc Mỹ...) (2): sự phát triển của công nghệ sinh học<sup>1</sup> (kết hợp DNA của con người cùng với những chiết suất từ nấm, vi khuẩn, tế bào động vật...)

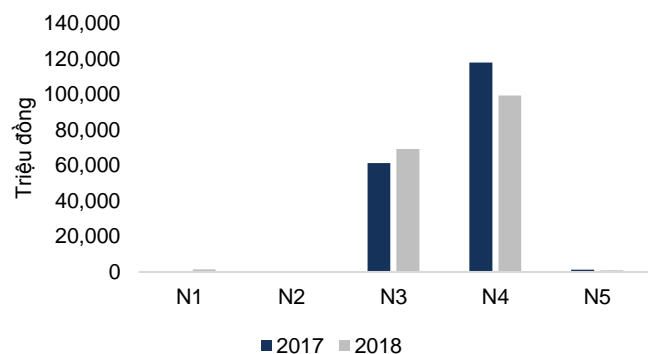
### Sản xuất: Toàn bộ nhà máy DHG đạt chuẩn GMP/WHO, trong đó đã có dây chuyền nâng cấp lên PIC/S Malaysia và sắp tới đến tiêu chuẩn Nhật Bản PMDA

- Hiện nay, toàn bộ nhà máy sản xuất DHG đã chạy tối đa công suất, tất cả đều đạt chuẩn GMP/WHO. Để tăng khả năng cạnh tranh, khả năng trúng thầu, DHG đã nâng cấp dây chuyền sản xuất lên tiêu chuẩn PIC/S Malaysia với sự hỗ trợ của cổ đông chiến lược Taisho

Ước tính giá trị trúng thầu năm 2017 và 2018



Ước tính giá trị trúng thầu của DHG



Nguồn: Bộ Y Tế, FPTs tổng hợp

Trong đó:

Nhóm thuốc	Tiêu chuẩn	Nơi cấp giấy chứng nhận
Nhóm 1	EU-GMP hoặc PIC/s-GMP tại nước ICH, Australia	Các quốc gia có thẩm quyền cấp phép lưu hành tại ICH, Australia
Nhóm 2	EU-GMP hoặc PIC/s-GMP nhưng không thuộc nước ICH, Australia	Các quốc gia có thẩm quyền cấp phép lưu hành không phải tại ICH, Australia
Nhóm 3	WHO-GMP	Bộ Y tế Việt Nam
Nhóm 4	Chứng minh tương đương sinh học	Bộ Y Tế Việt Nam
Nhóm 5	Thuốc không đáp ứng tiêu chí 4 nhóm trên	Bộ Y Tế Việt Nam

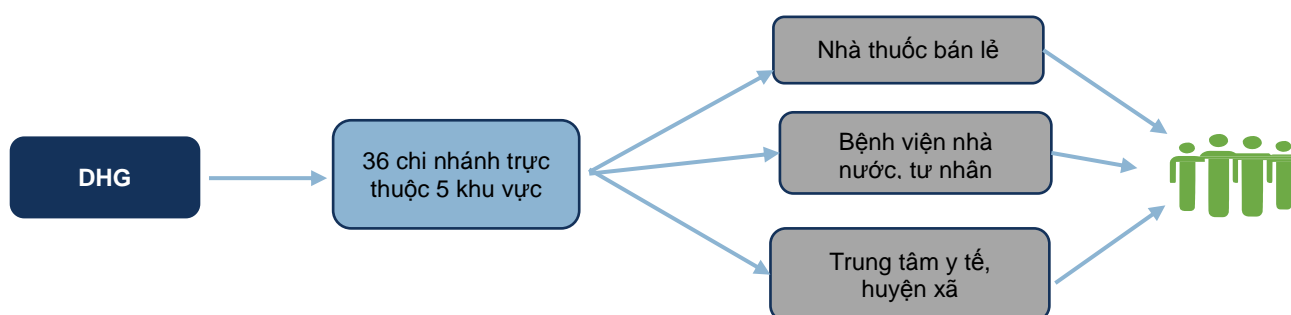
<sup>1</sup> API sinh học: chữa được nhiều bệnh kinh niên, hiệu quả và an toàn hơn, không phụ thuộc vào chất hóa học, giảm ô nhiễm môi trường

- Tiêu chuẩn GMP/WHO đang mất dần lợi thế cạnh tranh đấu thầu vào kênh ETC khi so với doanh nghiệp theo tiêu chuẩn EU/GMP (đại diện như IMP, PME). Do vậy, chúng tôi đánh giá việc nâng cấp tiêu chuẩn kĩ thuật của DHG là điều cần thiết để tăng tính cạnh tranh trong kênh đấu thầu, nâng cao chất lượng thuốc và đáp ứng điều kiện hợp tác sản xuất với các đối tác nước ngoài về gia công, xuất khẩu.

- **Rủi ro không có lợi thế cạnh tranh từ dây chuyền sản xuất PIC/S Malaysia:** Việc dây chuyền sản xuất PIC/S Malaysia của DHG ở nhà máy Tân Phú Thạnh sẽ không có lợi thế đấu thầu thuốc hạ sốt vào Nhóm 2 nếu như thông tư mới 11/2018/TT-BYT được thông qua. Chúng tôi ước tính việc này sẽ mất khoảng 1% doanh thu. Rủi ro này không lớn vì DHG có thể chuyển hướng xuất khẩu sang Malaysia để bù đắp lại. Tuy nhiên, việc nâng cấp từ nhà máy PIC/S Malaysia lên chuẩn cao hơn như PMDA sẽ không khó vì hiện các nhà máy của DHG được xây dựng trên tiêu chuẩn cơ bản. Ngoài ra, DHG đang trình một dây chuyền khác đạt chuẩn PMDA Nhật Bản, tăng khả năng trúng thầu vào phân khúc cấp cao.

### **Đầu ra: Hệ thống phân phối rộng khắp là yếu tố quan trọng**

**Hệ thống phân phối của công ty DHG:** rộng khắp, trải dài 63 tỉnh thành, từ thành thị đến nông thôn với đội ngũ bán hàng hơn 15.000 người



Theo chia sẻ của ban lãnh đạo: Đối với cả 2 kênh ETC và OTC, DHG sẽ phân phối trực tiếp đến từng chi nhánh, chi nhánh bán hàng sẽ bán hàng trực tiếp đến tất cả đối tượng khách hàng. Như vậy, người bán cuối cùng sẽ được hưởng toàn bộ ưu đãi của doanh nghiệp cũng như việc kiểm soát được giá bán tới khách hàng. Bên cạnh đó, ước tính sẽ hạn chế việc mất một khoảng 7% lợi nhuận khi không phải qua nhà phân phối trung gian.

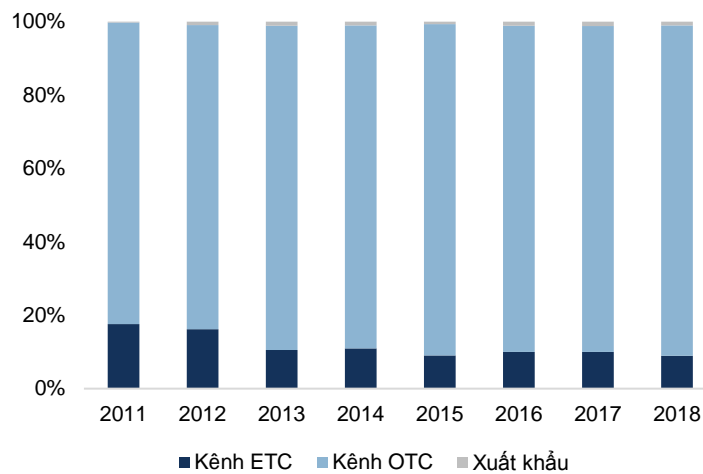
### **1. Tiêu thụ thuốc theo kênh**

#### **❖ DHG tập trung lớn phân phối qua kênh OTC**

DHG chọn kênh OTC là kênh phân phối chính (chiếm khoảng 85% doanh thu của DHG). Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá việc tập trung lớn phân phối qua kênh OTC sẽ chỉ có hiệu quả trong ngắn hạn, do:

- Tận dụng được mạng lưới phân phối rộng, đa dạng sẵn có.
- Thực phẩm chức năng, dược mỹ phẩm bán nhiều ở thị trường bán lẻ (90% được bán qua nhà thuốc - *nguồn: Hiệp hội Thực phẩm chức năng*)
- Thói quen tiêu dùng thuốc: không cần tư vấn của bác sĩ, mua thuốc sử dụng toa cũ.

### Doanh thu theo kênh phân phối



Nguồn: Báo cáo thường niên DHG, FPTS tổng hợp

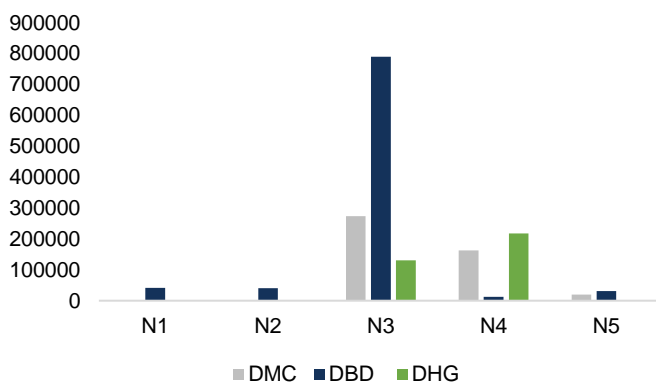
Phân phối qua kênh ETC **giảm dần** từ 2013:

(1) Ảnh hưởng bởi quy định đấu thầu năm 2013 (chỉ thị 01/BYT về đấu thầu: đấu thầu theo tiêu chuẩn kỹ thuật và giá thuốc), ưu tiên thuốc giá rẻ trúng thầu

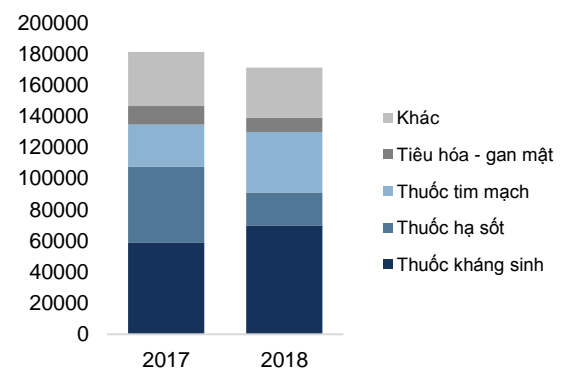
DHG phải cạnh tranh với hàng nhập khẩu như Trung Quốc, Ấn Độ có giá thấp hơn (do quy mô lớn và tự chủ được nguồn nguyên liệu), thuốc nội địa có giá rẻ hơn từ 3% đến 5%, trong khi chưa đạt được tiêu chuẩn kỹ thuật để đấu thầu vào phân khúc cấp cao.

(2) Dòng thuốc giảm đau hạ sốt khó cạnh tranh vào kênh ETC:

#### Ước tính giá trị trúng thầu năm 2017 và 2018



#### Ước tính giá trị trúng thầu của DHG



Nguồn: Bộ Y Tế, FPTS tổng hợp

So với các doanh nghiệp cùng sử dụng tiêu chuẩn kỹ thuật GMP/WHO, giá trị trúng thầu của DMC và DBD cao gấp 3 lần DHG, do DMC chuyên về thuốc tim mạch, DBD chuyên về nội tiết – những thuốc có giá trị cao.

Giá trị thuốc trúng thầu của DHG đã giảm rõ rệt so với năm 2017, đặc biệt là những dòng thuốc hạ sốt. Ngược lại, dòng thuốc đặc trị: tim mạch đang tăng khả năng trúng thầu

Kênh phân phối ETC sẽ giảm xuống 10% doanh thu trong thời gian tới, do chiến lược của công ty vẫn sẽ tập trung 90% vào kênh OTC. Về dài hạn, chúng tôi đánh giá việc tập trung phần lớn vào kênh OTC sẽ gặp những rủi ro sau:

- (1) Bảo hiểm y tế toàn dân và sự phát triển của bảo hiểm y tế doanh nghiệp:
- (2) Chính phủ kiểm soát chặt chẽ bán thuốc kháng sinh không kê toa trên kênh OTC: điều này đã bắt đầu ảnh hưởng đến doanh thu sản xuất của DHG từ quý 3/2018.

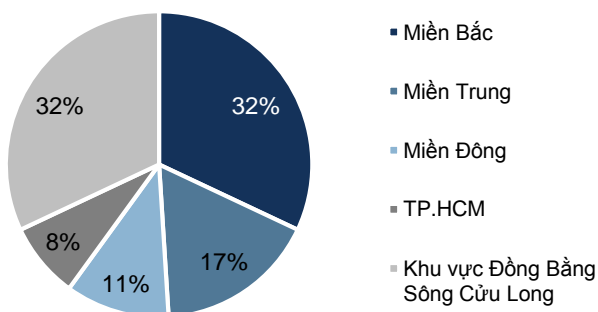


(3) Nhu cầu chăm sóc sức khỏe cải thiện:

Kháng sinh là loại thuốc được quy định bán theo đơn của bác sỹ điều trị (ETC) nhưng thực tế hiện nay lại được mua dễ dàng như thuốc không cần kê đơn (OTC) tại các nhà thuốc. Tình trạng kháng thuốc kháng sinh ở Việt Nam đang ngày càng gia tăng. Việc Chính phủ kiểm soát chặt chẽ bán thuốc kháng sinh trên kênh OTC cũng như thói quen của khách hàng thay đổi thì việc chi tiêu thuốc qua kênh ETC sẽ tăng cao.

## 2. Tiêu thụ thuốc theo vùng miền:

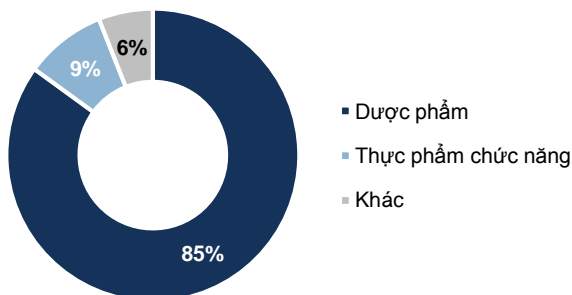
**Ước tính doanh thu theo khu vực địa lý**



Mạng lưới phân phối của DHG chia thành 5 khu vực, phân phối xuống từng tuyến huyện, ở những vùng sâu, vùng xa trên toàn quốc, đặc biệt là ở khu vực Đồng Bằng Sông Cửu Long và phía Bắc (ước tính mỗi khu vực chiếm 32% doanh thu), với lý do sau: (1) trụ sở chính đặt tại vùng Đồng Bằng Sông Cửu Long, sản phẩm được nhiều người dân nơi đây biết đến (2) dân cư vùng lân cận ở phía Bắc và ĐBSCL thói quen vẫn tiêu dùng thuốc hướng dẫn từ dược sĩ. Nhìn chung, từ năm 2009 đến nay, cơ cấu doanh thu theo vùng miền khá ổn định với doanh số đến từ ĐBSCL và miền Bắc chiếm tỷ trọng khoảng 60% tổng doanh thu toàn công ty.

## 3. Tiêu thụ thuốc theo sản phẩm

**Doanh thu theo sản phẩm**



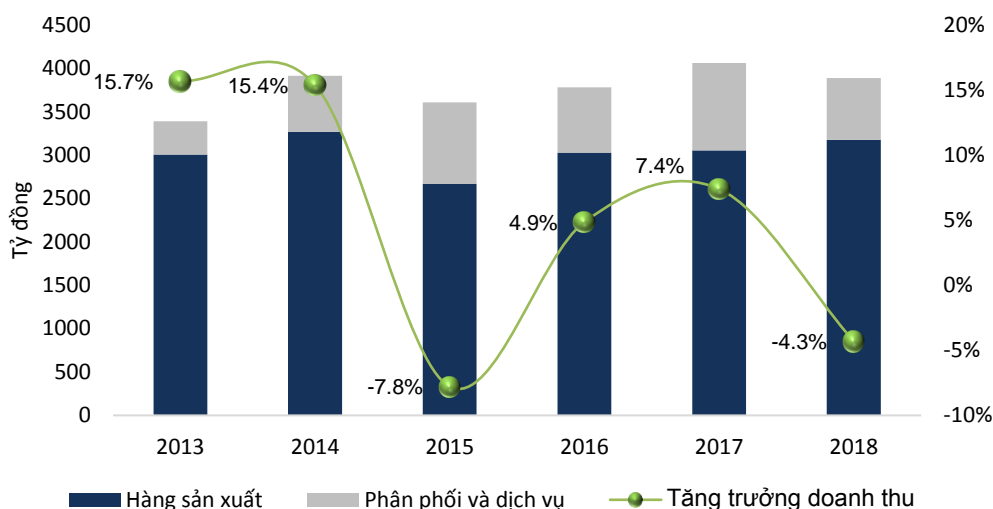
Dược phẩm là mảng đóng góp chủ lực, chiếm khoảng 85% doanh thu, trong đó trên 60% doanh thu dược phẩm đến từ mảng thuốc kháng sinh, giảm đau hạ sốt. Ưu điểm của dòng sản phẩm này là công thức đơn giản, dễ sản xuất được với số lượng lớn. Chúng tôi đánh giá dòng sản phẩm tân dược sẽ gặp nhiều thách thức trong thời gian tới vì thiếu sự khác biệt đối với các sản phẩm trên thị trường hiện nay.

Thực phẩm chức năng tuy chiếm 9% doanh thu nhưng tiềm năng mở rộng vẫn còn lớn. Thực phẩm chức năng là hướng đi hợp lý khi bối cảnh tân dược hiện nay có quá nhiều sự tương đồng. Với việc đời sống được cải thiện, mong muốn nâng cao sức khỏe... thì nhu cầu cho dòng sản phẩm hỗ trợ cũng sẽ tăng theo. Chúng tôi đánh giá cao việc nghiên cứu, phát triển các dòng sản phẩm có nguồn gốc thiên nhiên, chiết xuất từ các loại thảo dược thân thiện với sức khỏe con người như Choliver (thuốc gan mật), Naturenz (gan mật)...

## TỔNG QUAN HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

### 1. Kết quả kinh doanh chậm lại từ năm 2014

**Doanh thu DHG 2013 - 2018**



Nguồn: DHG, FPTS tổng hợp

Sau hơn 10 năm tốc độ tăng trưởng doanh thu là “hai chữ số”, thì bắt đầu từ năm 2014 trở lại, tốc độ tăng trưởng doanh thu chỉ còn lại “một chữ số”. Điều đó cho thấy rằng doanh thu của DHG đang tăng trưởng chững lại khi quy mô ngày càng lớn, với những nguyên nhân sau:

- 1) **Doanh thu sản xuất:** Doanh thu dược phẩm đã có dấu hiệu chững lại trong 3 năm gần đây do sản phẩm thiếu tính khác biệt trên thị trường, đi cùng với việc cạnh tranh lớn trong cả hai kênh đầu ra: thị phần trên kênh ETC hiện nằm trong tay các doanh nghiệp nước ngoài có ưu thế hơn về chất lượng và thương hiệu ( ước tính giá trị trúng thầu của thuốc nước ngoài năm 2018 chiếm 65% trong kênh ETC ), thì kênh OTC cũng chứng kiến sự cạnh tranh khốc liệt của các doanh nghiệp nội địa về giá và phân khúc
- 2) **Doanh thu phân phối:** Trước đây, doanh thu phân phối đóng góp khoảng 20% trong tổng doanh thu. Nhưng sau khi DHG rời room ngoại, DHG phải từ bỏ các hoạt động phân phối: ngưng kinh doanh hàng cho đối tác MSD, Mega và sản phẩm Eugica (từ tháng 6/2018). Đây cũng là lí do khiến doanh thu mảng phân phối trong năm 2018 đã giảm gần một nửa. Ước tính trong những năm tới, doanh thu mảng phân phối sẽ chỉ chiếm 10% trong tổng doanh thu.

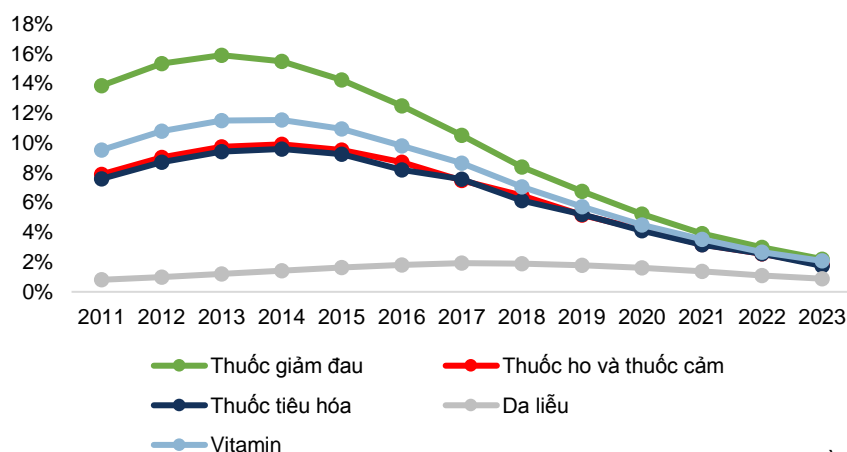
### 2. Chi tiết từng mảng kinh doanh của DHG

- ❖ **Thuốc kháng sinh, giảm đau hạ sốt là mặt hàng chủ lực: tổng doanh thu từ 2 mảng thuốc có xu hướng giảm xuống 55% doanh thu**

Dòng thuốc kháng sinh và giảm đau hạ sốt đóng góp trên 60% doanh thu. Ước tính tỉ suất lợi nhuận gộp của hai mảng này vào khoảng 40%. Sau hơn 10 năm được khai thác trên thị trường, 2 dòng sản phẩm này đã có dấu hiệu tăng trưởng chững lại. Mặc dù công dụng phổ thông (chữa các bệnh đau đầu, ho, cảm sốt...) phù hợp với các bệnh thông thường ở Việt Nam và nhu cầu về sản phẩm lớn, nhưng chúng tôi vẫn cho rằng tỉ lệ này sẽ giảm xuống 55% trong thời gian tới.



### Tốc độ tăng trưởng doanh thu thuốc trên kênh OTC Việt Nam



Nguồn: Statista, FPTS tổng hợp

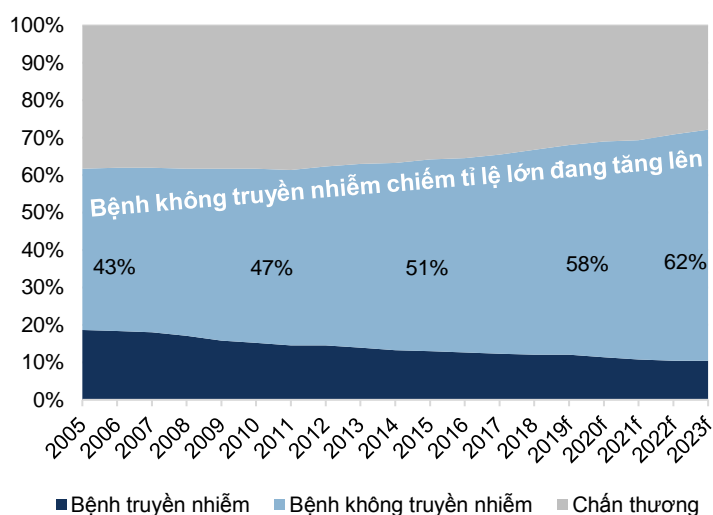
- Thuốc kháng sinh: dự đoán xu hướng sẽ giảm 2%/ năm cho đến 2020, do sản phẩm phổ biến nên dễ bị cạnh tranh với thuốc giá rẻ từ Trung Quốc và khó cạnh tranh với thuốc ngoại có bằng phát minh. Điển hình như sản phẩm kháng sinh của DHG là Klamentin (hoạt chất Amoxicillin + Acid Clavunic) đã gặp phải cạnh tranh với nhiều sản phẩm tương đồng trên thị trường. Bên cạnh đó, Chính phủ tăng cường kiểm soát thuốc kháng sinh không kê toa trên kênh OTC triệt để đến năm 2020 cũng là một nguyên nhân khiến cho doanh thu mảng này sẽ gặp khó khăn trong thời gian tới
- Thuốc giảm đau hạ sốt: ước tính sẽ giảm 1%/năm, do (1): công thức đơn giản, thiếu sự khác biệt (2) cạnh tranh từ sản phẩm cùng loại trong nước và nước ngoài: cạnh tranh về giá và phân khúc với các công ty nội địa. Điển hình như dòng sản phẩm Hapacol (chỉ từ 1 hoạt chất Paracetamol), cũng ngày càng nhiều đơn vị sản xuất và nhập khẩu các dòng sản phẩm này có chất lượng và giá bán tương đương.

	Giá/đơn vị	Thuốc cạnh tranh	Doanh nghiệp đối thủ	Đơn giá	Chênh lệch giá với DHG
Klamentin 625 mg	7.560đ/viên	Bimoclav 625	Aegis (Ấn Độ)	8.040đ/viên	6.3%
		Claminat	Imexpharm (IMP)	5.714đ/viên	-24.4%
		Augclamox	Dược Hà Tây	7.400đ/viên	-2.1%
Hapacol	372đ/viên	Vadol 5	Vacopharm	250đ/viên	-32.8%
		Robnadol	U.S Pharm (Mỹ)	390đ/viên	4.8%
		Effpadol	Dược phẩm Bắc Ninh	400đ/viên	7.5%

Như vậy, thuốc do DHG sản xuất đều thuộc dòng generic gặp phải sự cạnh tranh quyết liệt với các đối thủ trong nước lẫn thuốc ngoại.

❖ **Thuốc tim, thuốc gan: tăng trưởng tích cực, nhưng DHG vẫn phụ thuộc lớn vào mảng kháng sinh, giảm đau hạ sốt**

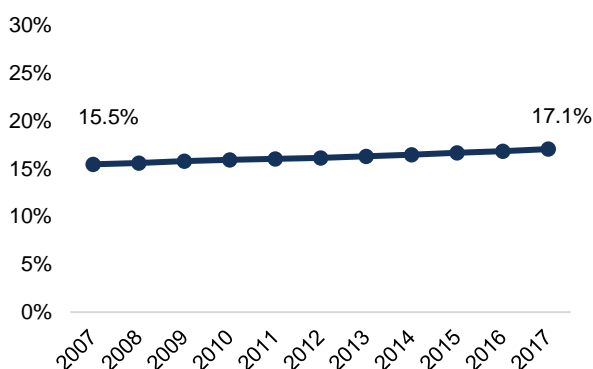
Trong hơn 5 năm trở lại đây, doanh thu đến từ thuốc mảng tim và gan đạt với doanh số trên 100 tỷ, với tốc độ tăng trưởng doanh thu ước tính khoảng 15%. DHG sở hữu dòng sản phẩm được Bộ Y Tế công nhận tương đương sinh học<sup>2</sup> so với thuốc biệt dược gốc (thuốc phát minh): Apitim 5 (thuốc tim mạch, tương đương Amlor của Pfizer), có khả năng cạnh tranh về hàm lượng khoa học kỹ thuật cao, giá bán tương đương với Amolipin của DMC. Ngoài ra, các vấn đề về bệnh tiểu đường, cao huyết áp, tim mạch đang gia tăng, do đó việc sản xuất thuốc trong danh mục này sẽ có cơ hội mở rộng trong những năm tới.



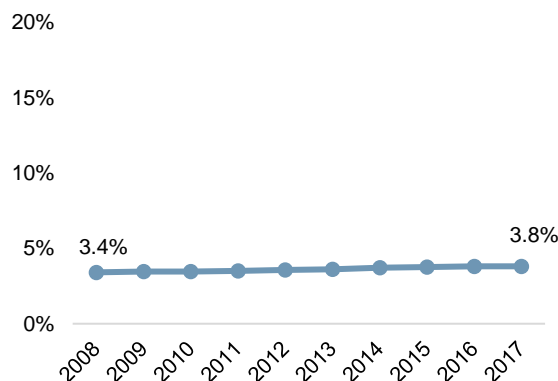
Nguồn: BMI, FPTS tổng hợp

Chúng tôi dự đoán tốc độ tăng trưởng mảng thuốc tim mạch và gan sẽ tăng lên lần lượt khoảng 15% và 5% trong thời gian tới, tương đương với tỉ lệ tăng gánh nặng bệnh tật người mắc bệnh tim và gan của Việt Nam, cũng như tác động đến từ nhân tố môi trường, thói quen sinh hoạt của con người,...

**Tỉ lệ gánh nặng bệnh tật ở Việt Nam:  
Tim mạch**



**Tỉ lệ gánh nặng bệnh tật ở Việt Nam:  
Gan mật**



Nguồn: IHME, FPTS tổng hợp

<sup>2</sup> Chứng minh tương đương sinh học: chứng minh thuốc generic có tác dụng và hiệu quả điều trị tương đương với thuốc biệt dược gốc (thuốc phát minh)

❖ **Thực phẩm chức năng: tỷ lệ đóng góp vào doanh thu còn thấp, nhưng khả năng đóng góp sẽ tăng thêm khi DHG đầu tư vào chất lượng**

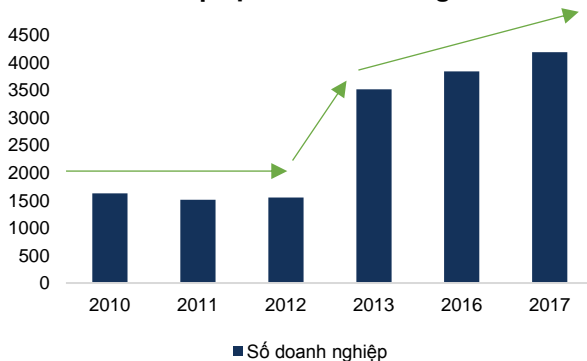
Thực phẩm chức năng đóng góp khoảng 9% trong cơ cấu doanh thu, tỷ suất lợi nhuận gộp khoảng 45%. DHG là công ty dược phẩm duy nhất có thị phần đáng kể trong mảng TPCN trong các công ty Dược ở Việt Nam, chiếm khoảng 4% thị phần mảng TPCN (nguồn: Euromonitor 2019) với những sản phẩm độc quyền như: Naturenz (dựa trên ứng dụng công nghệ sinh học trong việc trích các enzyme từ các loại rau củ, hỗ trợ điều trị các bệnh gan), NattoEnzym (độc quyền nguyên liệu Nattokinase của Nhật với 3 chứng nhận chất lượng của Nhật, sản phẩm giúp ngăn ngừa tai biến, ổn định huyết áp...). Kì vọng mảng này trong thời gian tới sẽ đóng góp khoảng 12%, với những lí do sau:

- (1) Thực phẩm chức năng là thuốc bổ, phòng ngừa bệnh, *không có tác dụng trị liệu*.
- (2) Quy trình nghiên cứu, cấp phép ít nghiêm ngặt hơn dược phẩm<sup>3</sup>
- (3) Không bị hạn chế quảng cáo như dược phẩm
- (4) Hỗ trợ từ phía cổ đông Taisho (một trong những mảng mạnh nhất của Taisho): triển khai một số dòng sản phẩm như Lipovitan (do Taisho hiện đã có nhà máy sản xuất TPCN đặt ở Nha Trang)

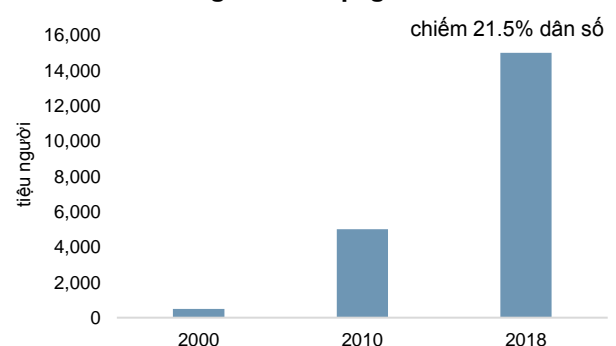
Thực phẩm chức năng trong thời gian tới hứa hẹn đầy tiềm năng, với tốc độ tăng nhanh, mỗi năm tăng thêm khoảng 500 doanh nghiệp. Hiện tại đã hơn 4.000 doanh nghiệp cùng với hơn 10.000 sản phẩm trên thị trường, gấp 100 lần số lượng sản phẩm so với năm 2000. 90% thực phẩm chức năng được bán qua kênh OTC.

Theo nghị định Từ ngày 1/7/2019, các cơ sở sản xuất TPCN phải áp dụng tiêu chuẩn thực hành sản xuất tốt (GMP) thực phẩm bảo vệ sức khỏe theo hướng dẫn của Bộ Y Tế. Nếu áp dụng đúng tiêu chuẩn GMP thì số lượng cơ sở đủ điều kiện chỉ còn khoảng 300/4.000 cơ sở như hiện nay. Hiện nay, DHG đang có ưu thế khi nhà máy DHG đạt chuẩn GMP/WHO, cùng với sự hỗ trợ của Taisho khi có nhà máy sản xuất Thực phẩm chức năng đặt tại Nha Trang và vốn chuyên sản xuất TPCN ở Nhật Bản

**Thực phẩm chức năng**



**Số người sử dụng TPCN**

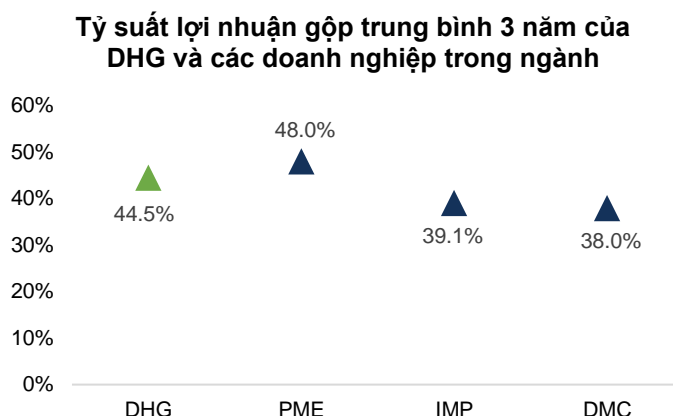
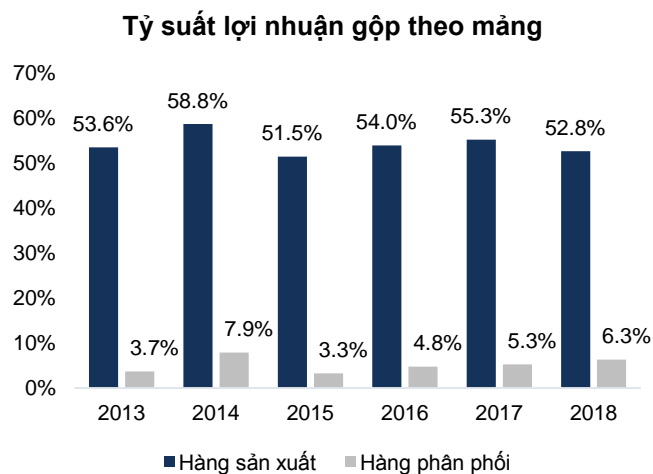


Nguồn: Hiệp hội thực phẩm chức năng

<sup>3</sup> Thời gian kiểm định và cấp phép thuốc từ 24-30 tháng, trong khi thời gian kiểm định và cấp phép thực phẩm chức năng chỉ từ 3-4 tuần. Thuốc đăng kí chỉ có giá trị độc quyền tối đa 10 năm, khi gần hết hạn thuốc sẽ được thử nghiệm lâm sàng để đánh giá tác dụng, hiệu quả. Còn đối với thực phẩm chức năng khi lưu hành sẽ được vô hạn giá trị độc quyền về thời gian và cũng không có thử nghiệm lâm sàng sau 10 năm sử dụng...

## PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

### ❖ Tỷ suất lợi nhuận gộp có dấu hiệu suy giảm:

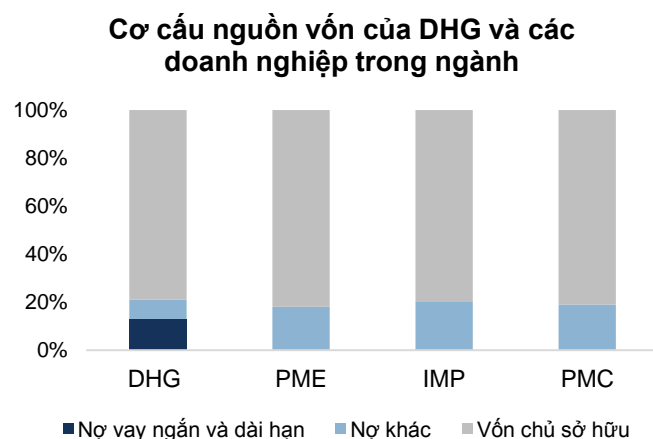


Biên lợi nhuận gộp của hàng sản xuất giảm chủ yếu do: Biến động giá đầu vào API từ Trung Quốc đã tăng khoảng 10% giá (do khoảng 1 năm trở lại, Trung Quốc đưa ra chính sách đóng cửa nhà máy để giảm ô nhiễm môi trường) và chưa chuyển gánh nặng sang giá bán do còn phải xét thêm yếu tố cạnh tranh so với đối thủ.

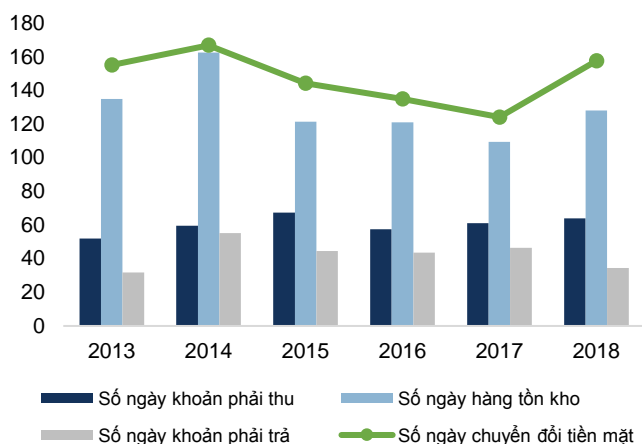
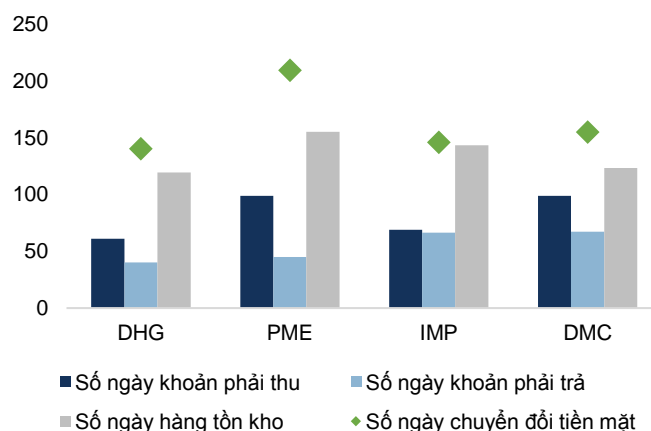
Chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp theo mảng sản xuất năm 2019 sẽ giảm xuống còn khoảng 50%, do giá đầu vào vẫn sẽ tăng lên thêm 10%

Nhóm doanh nghiệp sản xuất dược có biên lợi nhuận bình quân 40%. Nhìn chung, DHG có biên lợi nhuận gộp tương đối cao so với các doanh nghiệp cùng sản xuất dòng thuốc kháng sinh, giảm đau hạ sốt trong ngành dược do: (1) tận dụng được lợi thế quy mô nên được hưởng các khoản chiết khấu khi mua hàng (2) nguồn nguyên liệu đa dạng với mức giá khác nhau.

### ❖ Cơ cấu nguồn vốn:



Cơ cấu nguồn vốn của DHG ổn định, vốn chủ sở hữu chiếm khoảng 75% nguồn vốn (đây là đặc điểm chung của công ty sản xuất trong ngành dược). Việc DHG chủ trương không sử dụng nợ vay dài hạn ngân hàng, chủ yếu sử dụng nguồn vốn tự có của doanh nghiệp sẽ giảm thiểu được gánh nặng lãi vay và sự biến động của lãi suất

**❖ Chỉ số hiệu quả hoạt động:**
**Hiệu quả sử dụng tài sản**

**Chỉ số hiệu quả hoạt động trung bình 3 năm của DHG và các doanh nghiệp trong ngành**


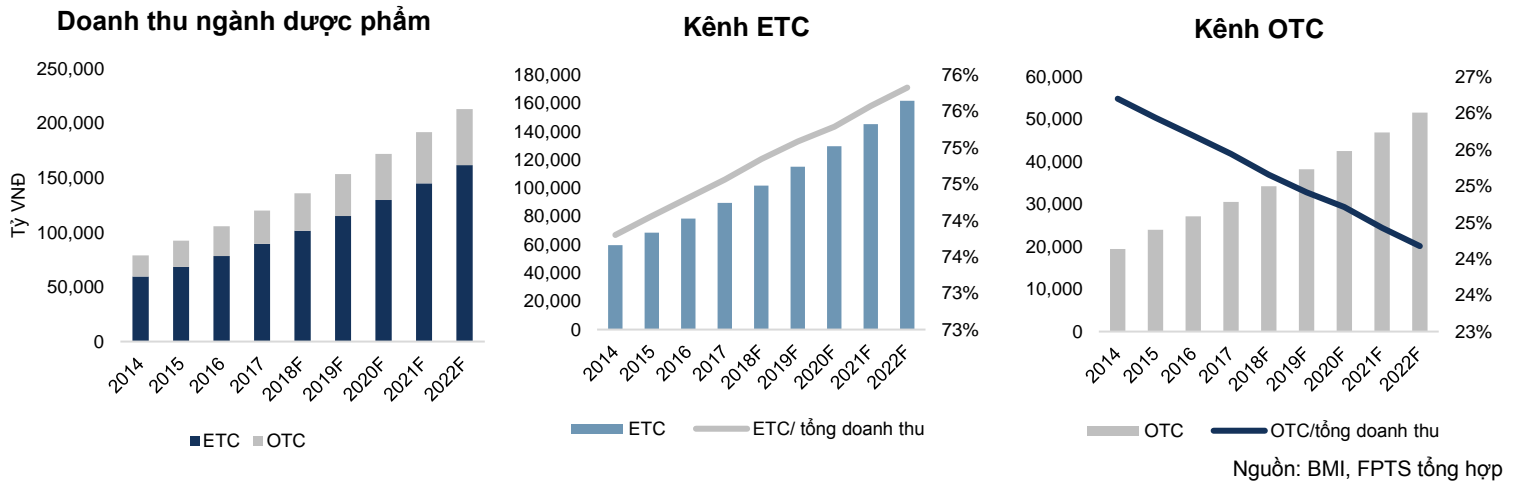
Số ngày hàng tồn kho cải thiện đáng kể cho thấy công ty đã nâng cao việc quản trị sản xuất và tồn kho thông qua việc áp dụng mô hình kho trung tâm ở 3 khu vực chính: Hà Nội, Hồ Chí Minh, Cần Thơ. Mô hình này giúp chuyên nghiệp hóa hệ thống logistic, kiểm soát chặt chẽ lượng hàng hóa tồn kho và tránh mất mát, hàng hóa được giao đến khách hàng một cách nhanh chóng...

Tuy nhiên, nhằm tinh giản bộ máy, tiết kiệm chi phí, tuân thủ pháp luật sau khi rời room, DHG đã phải sáp nhập công ty TNHH MTV Dược phẩm DHG và công ty TNHH MTV In Bao Bì DHG 1 thành chi nhánh làm tăng tỷ trọng thành phẩm hàng tồn kho trong cơ cấu. Điều này đã làm số ngày hàng tồn kho năm 2018 tăng thêm 19 ngày.

Hoạt động kinh doanh của DHG khá hiệu quả so với nhóm công ty trong ngành. Với lợi thế trong các vòng quay tài sản, chu kỳ chuyển đổi tiền mặt của DHG vượt hơn hẳn so với các công ty khác trong ngành: cải thiện quản lý hàng tồn kho, cũng như việc cân bằng số ngày khoản phải thu và khoản phải trả. Điều này sẽ giúp DHG tranh thủ được vốn lưu động vào hoạt động sản xuất kinh doanh một cách hiệu quả.

## TRIỂN VỌNG NGÀNH DƯỢC PHẨM

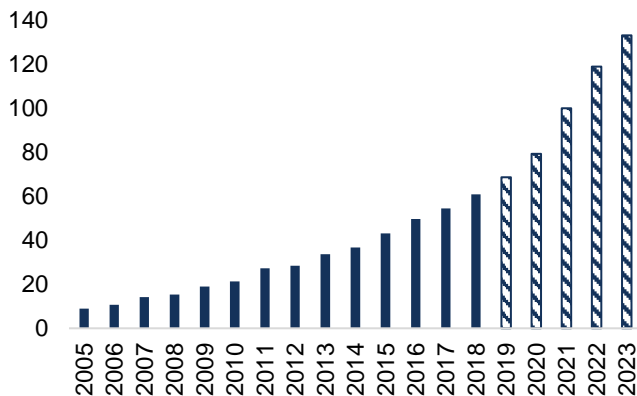
### ❖ Kênh ETC vẫn tiếp tục chiếm 75% doanh thu trong ngành dược phẩm



Theo dự báo của tổ chức BMI, kênh OTC vẫn sẽ tăng về giá trị nhưng tốc độ tăng trưởng sẽ giảm dần, do (1): bảo hiểm y tế toàn dân: dẫn đến việc chi tiêu thuốc cho kênh OTC sẽ chiếm chủ yếu, (2): ý thức bảo vệ sức khỏe của người dân được nâng cao: sẽ đi khám bệnh nhiều hơn, thay đổi thói quen mua thuốc lại toa cũ, tự chữa bệnh,... (3): hệ thống y tế được nâng cấp tốt để phục vụ người dân. Đây là sẽ thách thức đối với DHG khi phần lớn tập trung vào kênh OTC.

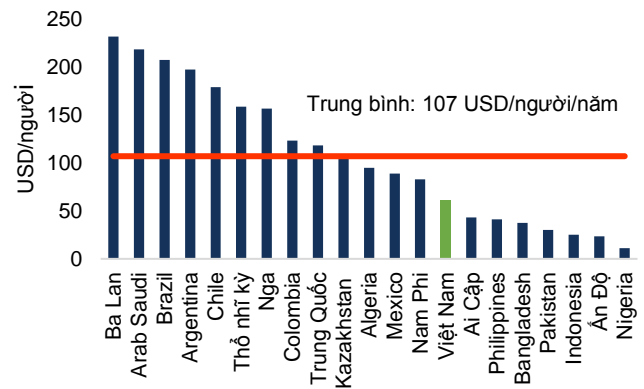
### ❖ Mức tiêu thụ thuốc của Việt Nam còn thấp so với thế giới, vẫn còn dư địa mở rộng

Mức tiêu thụ bình quân đầu người (USD) ở Việt Nam



Nguồn: MDPI, FPTS tổng hợp

Mức tiêu thụ bình quân của 21 quốc gia pharmerging 2021



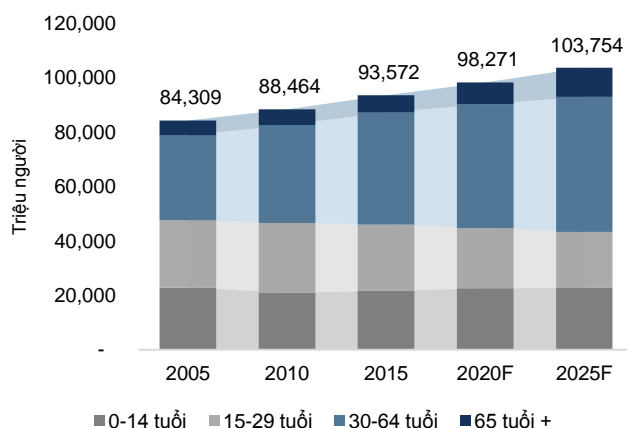
Nguồn: IMS Health, FPTS tổng hợp

Mức tiêu thụ thuốc hiện nay của Việt Nam vào khoảng mức 60 USD, thấp hơn rất nhiều so với 14 quốc gia trong thị trường dược mới nổi. Với tốc độ tăng trưởng 9,8%/năm thì cho đến năm 2022, Việt Nam mới đạt mức tiêu thụ bình quân của nhóm nước thị trường mới nổi. Với dân số hơn 90 triệu người và là một trong những nước tăng trưởng, thị trường Việt Nam vẫn còn nhiều tiềm năng để khai thác.



❖ **Cơ cấu dân số: Dân số tăng nhanh cùng với sự già hóa dân số**

**Biểu đồ dân số Việt Nam**

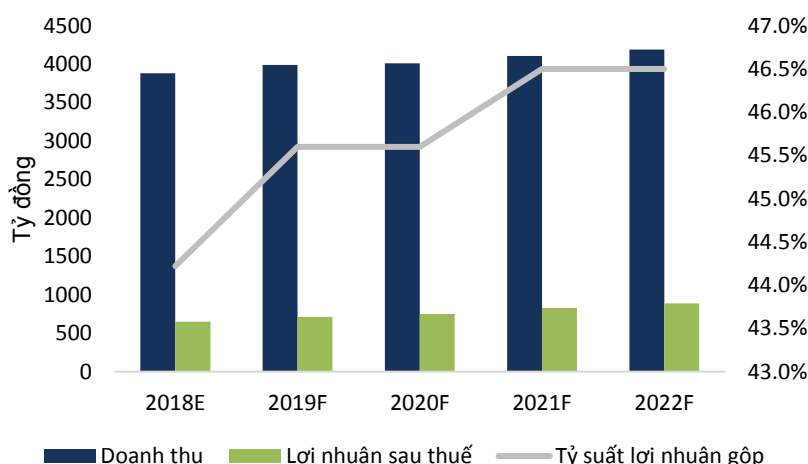


Việc dân số già hóa cũng đồng nghĩa với việc nhu cầu chi tiêu chăm sóc sức khỏe cao hơn, dự đoán sẽ có một lượng lớn nhu cầu thuốc ngăn ngừa bệnh sẽ tăng cao.

Nhóm tuổi từ 0-14, và trên 65 tuổi là nhóm tuổi có nhu cầu tiêu thụ thuốc nhiều nhất. Đây cũng chính là động lực chính giúp ngành dược phẩm tăng trưởng trong thời gian tới.

## TRIỂN VỌNG VÀ DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH DHG

Với những phân tích trên, chúng tôi dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh của DHG trong giai đoạn 2019-2022:



- Chúng tôi dự phóng doanh thu của DHG sẽ tăng trưởng với tốc độ trung bình khoảng 2% trong giai đoạn 2019-2022, với tốc độ của mảng thuốc tim mạch và gan lần lượt là 15% và 5%. Và mảng thuốc kháng sinh và giảm đau hạ sốt có tốc độ giảm lần lượt 2% và 1%.
- Cụ thể từng mảng kinh doanh:
  - (1) Mảng thuốc kháng sinh và giảm đau hạ sốt: tốc độ sẽ giảm dần do thiếu sự khác biệt dẫn đến việc cạnh tranh gay gắt với thuốc giá rẻ Trung Quốc, Ấn Độ cùng với các công ty nội địa, và khó cạnh tranh lại với thuốc châu Âu có thương hiệu. Bên cạnh đó, việc Chính phủ kiểm soát chặt chẽ thuốc kháng sinh không kê toa trên kênh OTC cũng sẽ làm doanh thu thuốc kháng sinh thông qua kênh phân phối chính gặp nhiều khó khăn
  - (2) Mảng thuốc tim mạch và gan: tốc độ sẽ tăng dần do tỉ lệ bệnh không truyền nhiễm ở Việt Nam đang tăng lên, xuất phát từ môi trường và thói quen của con người: ô nhiễm môi trường, uống rượu bia, thiếu vận động.
- Giá vốn dự phóng chiếm tỷ trọng 54% doanh thu năm 2019 -2022 do nguyên liệu đầu vào vẫn sẽ tiếp tục tăng lên 10% trong 2 năm 2019 – 2021. Tuy nhiên, những năm sau 2021, quy mô sản xuất của Ấn Độ, Hàn Quốc và các nước Bắc Âu tăng lên cùng sự phát triển của công nghệ sinh học sẽ phần nào làm giảm gánh nặng tăng giá của API hóa học.

## TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ [\(Quay lại\)](#)

Chúng tôi định giá DHG sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp và dòng tiền tự do chủ sở hữu. Giá trị cổ phiếu DHG theo 2 phương pháp có mức bình quân là 76.000 VND/cp, thấp hơn **36%** so với mức giá đóng cửa ngày 02/04/2019. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **BÁN** cho thời điểm hiện tại. Nhà đầu tư có thể xem xét **MUA** ở mức giá 68.000.

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Chiếu khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp	76.343	50%
2	Chiết khấu dòng tiền tự do chủ sở hữu	75.569	50%
<b>Bình quân giá các phương pháp (VND/cp)</b>		<b>76.000</b>	

## Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2019	12,1%	Phần bù rủi ro	11,16%
Chi phí sử dụng nợ 2019 (Kd)	4,1%	Hệ số Beta 2019	0,55
CP sử dụng vốn 2019	13,6%	Tăng trưởng dài hạn	2%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	6,5%	Thời gian dự phóng	5 năm

## Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp định giá FCFF		Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VNĐ)		10.464.055
(+ ) Tiền và đầu tư ngắn hạn (triệu VNĐ)		75.330
(- ) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)		557.901
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)</b>		<b>9.981.484</b>
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)		130.746
<b>Giá mục tiêu (VND/cp)</b>		<b>76.343</b>
Tổng hợp định giá FCFE		Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)		9.892.145
<b>Giá mục tiêu (VND/cp)</b>		<b>75.659</b>
<b>Giá mục tiêu</b>		<b>76.000 VND/cp</b>

**TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH**
**Đơn vị : Triệu đồng**

HĐKD	2017	2018	2019F	2020F	CĐKT	2017	2018	2019F	2020F
Doanh thu thuần	4.062.753	3.882.128	3.989.927	4.010.112	<b>Tài sản</b>				
- Giá vốn hàng bán	2.279.638	2.165.405	2.170.520	2.181.501	+ Tiền và tương đương	549.777	75.836	278.363	824.084
Lợi nhuận gộp	1.783.116	1.716.723	1.819.407	1.828.611	+ Đầu tư TC ngắn hạn	930.615	1.459.722	2.000.000	2.000.000
- Chi phí bán hàng	732.085	724.885	738.136	741.871	+ Các khoản phải thu	799.556	669.787	749.170	741.810
- Chi phí quản lí DN	318.386	285.637	279.295	280.708	+ Hàng tồn kho	633.808	891.487	708.857	712.671
Lợi nhuận thuần HĐKD	732.645	706.201	801.975	806.033	+ Tài sản ngắn hạn khác	25.428	50.805	54.005	54.593
- (Lỗ)/lãi HĐTC	(8.905)	11.731	28.142	66.403	Tổng tài sản ngắn hạn	2.939.185	3.147.636	3.790.395	4.351.158
- Lợi nhuận khác	(3.284)	13.937	-	-	+ Nguyên giá tài sản CĐHH	1.377.976	1.347.704	1.433.238	1.497.388
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	720.456	731.869	830.177	872.436	+ Khấu hao lũy kế	(592.766)	(606.606)	(701.860)	(800.583)
- Chi phí lãi vay	24.541	28.524	25.106	29.605	+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	785.209	741.099	731.377	696.805
Lợi nhuận trước thuế	719.249	732.274	830.177	872.436	+ Đầu tư tài chính dài hạn	14.538	25.220	25.220	25.220
- Thuế TNDN	77.572	55.333	122.141	122.141	+ Tài sản dài hạn khác	66.940	40.594	40.594	40.594
- Thuế hoãn lại	-	-	-	-	+ Xây dựng cơ bản dở dang	36.308	14.088	14.088	14.088
LNST	642.389	651.089	713.901	750.295	Tổng tài sản dài hạn	1.148.295	1.058.328	1.042.832	1.002.733
- Lợi ích cổ đông thiểu số	(19)	(1.940)	382	(546)	<b>Tổng Tài sản</b>	<b>4.087.480</b>	<b>4.205.964</b>	<b>4.833.227</b>	<b>5.353.891</b>
LNST của cổ đông CT Mẹ	642.408	653.029	713.581	750.841					
EPS (đ)	4.367	4.995	4.912	5.168	<b>Nợ &amp; Vốn chủ sở hữu</b>				
EBITDA	812.466	820.477	929.897	976.685	+ Phải trả người bán	262.987	145.750	271.572	272.946
Khấu hao	92.010	88.607	99.780	976.685	+ Vay và nợ ngắn hạn	469.800	557.901	657.896	771.391
Tăng trưởng doanh thu	7%	-4%	3%	1%	+ Quỹ khen thưởng	62.959	43.360	71.352	75.084
Tăng trưởng LN HĐKD	-7%	-4%	14%	1%	<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>1.264.937</b>	<b>1.001.488</b>	<b>1.269.521</b>	<b>1.376.467</b>
Tăng trưởng EBIT	-5%	2%	13%	5%	+ Vay và nợ dài hạn	-	-	-	-
Tăng trưởng EPS	-38%	14%	-2%	5%	+ Phải trả dài hạn khác	-	-	-	-
<b>Chỉ số khả năng sinh lợi</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>	<b>Nợ dài hạn</b>	<b>63.449</b>	<b>60.215</b>	<b>38.386</b>	<b>38.386</b>
Tỷ suất lợi nhuận gộp	43,9%	44,2%	45,6%	45,6%	<b>Tổng nợ</b>	<b>1.328.386</b>	<b>1.061.702</b>	<b>1.307.908</b>	<b>1.414.853</b>
Tỷ suất LNST	15,8%	16,8%	17,9%	18,7%	+ Thặng dư	6.779	6.779	6.779	6.779
ROE DuPont	23%	22,2%	21,5%	20,2%	+ Vốn điều lệ	1.307.461	1.307.461	1.307.461	1.307.461
ROA DuPont	16%	15,7%	15,8%	14,7%	+ LN chưa phân phối	321.006	550.253	752.548	979.102
Tỷ suất EBIT	17,7%	18,9%	20,8%	21,8%	Vốn chủ sở hữu	2.747.423	3.134.728	3.515.402	3.929.667
LNST/LNTT	89,3%	89,2%	86%	86,1%	Lợi ích cổ đông thiểu số	11.671	9.534	9.917	9.370
LNTT / EBIT	99,8%	100%	100%	100%	<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>4.087.480</b>	<b>4.205.964</b>	<b>4.833.227</b>	<b>5.353.891</b>
Vòng quay tổng tài sản	1	0,9	0,9	0,8					
Đòn bẩy tài chính	1,4	1,4	1,4	1,4					

Chỉ số hiệu quả vận hành	2017	2018	2019F	2020F	Lưu chuyển tiền tệ	2017	2018	2019F	2020F
Số ngày phải thu	61,2	63,8	62,5	62,5	<b>Tiền đầu năm</b>	<b>603.189</b>	<b>549.777</b>	<b>75.836</b>	<b>278.363</b>
Số ngày tồn kho	109,7	128,8	119,7	119,7	<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>719.249</b>	<b>731.782</b>	<b>713.518</b>	<b>750.841</b>
Số ngày phải trả	23,6	24,8	24,8	24,8	+ Khấu hao	92.010	88.607	99.780	104.249
Thời gian luân chuyển tiền	147,3	167,8	157,3	157,3	+ Điều chỉnh	(280.611)	(274.766)	(608.284)	(72.486)
COGS / Hàng tồn kho	3,06	2,43	3,06	3,06	+ Thay đổi vốn lưu động	(86.394)	(258.160)	243.293	(6.375)
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2017	2018	2019F	2020F	<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>460.308</b>	<b>290.791</b>	<b>448.308</b>	<b>775.869</b>
CS thanh toán hiện hành	2,32	3,14	2,99	3,16	+ Thanh lý tài sản cố định	20.184	9.907	-	-
CS thanh toán nhanh	1,82	2,25	2,43	2,64	+ Chi mua sắm TSCĐ	(63.484)	(40.845)	(84.284)	(64.150)
CS thanh toán tiền mặt	1,17	1,53	1,79	2,06	+ Tăng (giảm) đầu tư	(10.400)	(515.439)	-	-
Nợ / Tài sản	0,11	0,13	0,14	0,14	+ Các hđ đầu tư khác	69.676	85.825	-	-
Nợ / Vốn CSH	0,17	0,18	0,19	0,2	<b>Tiền từ hđ đầu tư</b>	<b>15.976</b>	<b>(460.553)</b>	<b>(84.284)</b>	<b>(64.150)</b>
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,17	0,18	0,19	0,2	+ Cổ tức đã trả	(436.556)	(392.238)	(261.492)	(261.492)
Nợ dài hạn / Vốn CSH	-	-	-	-	+ Tăng (giảm) vốn	-	-	-	-
Khả năng TT lãi vay	29,36	29,36	29,36	29,36	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-	-	99.995	113.494
					+ Thay đổi nợ dài hạn	-	-	-	-
					+ Các hoạt động TC khác	-	-	-	-
					<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>(321.522)</b>	<b>(304.137)</b>	<b>(161.497)</b>	<b>(147.998)</b>
					Tổng lưu chuyển tiền tệ	154.763	(473.898)	202.257	563.721
					<b>Tiền cuối năm</b>	<b>549.777</b>	<b>75.836</b>	<b>278.363</b>	<b>842.084</b>
					<i>triệu đồng</i>				

## PHỤ LỤC

### ❖ Phụ lục 1: Những thuật ngữ trong ngành dược

- Thuốc generic: thuốc sao chép của thuốc phát minh đã hết hạn bảo hộ
- Tá dược: không có tác dụng chữa bệnh, nhưng có tác dụng kéo dài thời gian bán hủy của một loại thuốc, làm tăng hạn sử dụng thuốc.
- Kênh OTC: kênh thương mại (nhà thuốc tư nhân, siêu thị thuốc,...), thuốc an thần cần phải có chỉ định của bác sĩ
- Kênh ETC: kênh điều trị (bệnh viện). Một số loại thuốc mà chỉ kênh ETC mới được bán: thuốc tiêm. Muốn phân phối thuốc vào bệnh viện, phải thông qua hình thức đấu thầu, bao gồm 5 nhóm như sau

### ❖ Phụ lục 2: Thông tư 11/2016/TT-BYT và dự thảo thông tư 11/2018/TT-BYT

#### Gói thầu nhóm thuốc: (Thông tư 11/2016/TT-BYT)

Nhóm thuốc	Tiêu chuẩn	Nơi cấp giấy chứng nhận
Nhóm 1	EU-GMP hoặc PIC/s-GMP tại nước ICH, Australia	Các quốc gia có thẩm quyền cấp phép lưu hành tại ICH, Australia
Nhóm 2	EU-GMP hoặc PIC/s-GMP nhưng không thuộc nước ICH, Australia	Các quốc gia có thẩm quyền cấp phép lưu hành không phải tại ICH, Australia
Nhóm 3	WHO-GMP	Bộ Y tế Việt Nam
Nhóm 4	Chứng minh tương đương sinh học	Bộ Y Tế Việt Nam
Nhóm 5	Thuốc không đáp ứng tiêu chí 4 nhóm trên	Bộ Y Tế Việt Nam

#### Dự thảo Thông tư 11/2018/TT-BYT

Nhóm thuốc	Tiêu chuẩn	Nơi cấp giấy chứng nhận
Nhóm 1	EU-GMP	Các quốc gia có thẩm quyền cấp phép lưu hành tại SRA
Nhóm 2	EU-GMP hoặc PIC/s-GMP	Các quốc gia có thẩm quyền cấp phép lưu hành tại SRA đối với tiêu chuẩn EU-GMP. Các nước đồng thời là thành viên của PIC/S và ICH đối với tiêu chuẩn PIC/S-GMP
Nhóm 3	Chứng minh tương đương sinh học	Bộ Y tế Việt Nam
Nhóm 4	WHO-GMP	Bộ Y Tế Việt Nam
Nhóm 5	Thuốc không đáp ứng tiêu chí 4 nhóm trên	Bộ Y Tế Việt Nam

Việc nhà máy PIC/S Malaysia sẽ không có lợi thế trúng thầu nhóm 2 khi Thông tư 11/2018/TT-BYT được thông qua do Malaysia không phải thành viên của ICH.

### ❖ Phụ lục 3: Phân biệt giữa các tiêu chuẩn kỹ thuật sản xuất

Tại Việt Nam

- **GMP/WHO**: tiêu chuẩn được Bộ Y Tế cấp, kéo dài 1-2 tháng
- **PIC/S Malaysia**: do Malaysia cấp
- **PIC/S, EU/GMP**: do EU cấp, đây là một trong những tiêu chuẩn cao nhất hiện nay, do một hội đồng chuyên gia các nhóm thuốc EU thẩm định, kéo dài từ 3-6 tháng. Sau khi đạt chuẩn EU-GMP, Cục quản lý dược Việt Nam sẽ tái thẩm định và chấp thuận tính hiệu lực trong khoảng thời gian 1-2 tháng

Sự khác nhau giữa tiêu chuẩn EU/GMP và GMP/WHO:

	EU/GMP	GMP/WHO
Tiêu chuẩn kỹ thuật	Nguồn nguyên liệu sử dụng trong nhà máy EU/GMP phải đạt tiêu chuẩn EDQM	Không quy định
Bảo vệ người tiêu dùng		
Bảo vệ người công nhân sản xuất	Bộ lọc khí phải có hiệu suất lọc cao hơn GMP/WHO	Không quy định
Bảo vệ môi trường	Khí thải phải qua 2 cấp lọc	Khí thải chỉ cần qua 1 cấp lọc

Tiêu chuẩn EU-GMP còn đòi hỏi những yêu cầu khắt khe khác, chi phí xây dựng tốn kém hơn GMP/WHO, do đó được ưu tiên vào phân khúc cấp cao khi tham gia đấu thầu

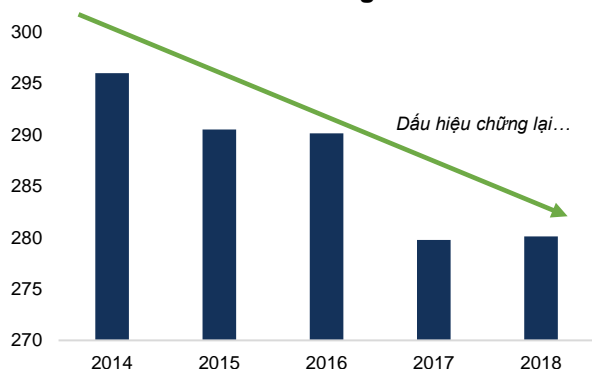
❖ **Phụ lục 4: Nhà máy sản xuất của DHG:**

Các nhà máy sản xuất	Sản phẩm sản xuất	Công suất thiết kế	Công suất hiện tại	Tiêu chuẩn
<b>Xưởng 1</b>	Thuốc dạng rắn Non Betalactam	3,6 tỷ đvsp	100%	<b>GMP/WHO</b>
<b>Xưởng 5</b>	Đóng gói thuốc dạng rắn Non Betalactam		100%	<b>GMP/WHO</b>
<b>Xưởng 2</b>	Thuốc dạng rắn Betalactam	600 triệu đvsp	100%	<b>GMP/WHO</b>
<b>Xưởng 3</b>	Thuốc dạng lỏng Betalactam	45 triệu đvsp	100%	<b>GMP/WHO</b>
<b>Xưởng 4</b>	Viên nang mềm	400 triệu đvsp	100%	<b>GMP/WHO</b>
<b>Nhà máy Tân Phú Thạnh</b>	Thuốc Betalactam và Non Betalactam	4 tỷ đvsp	100%	<b>GMP/WHO</b>

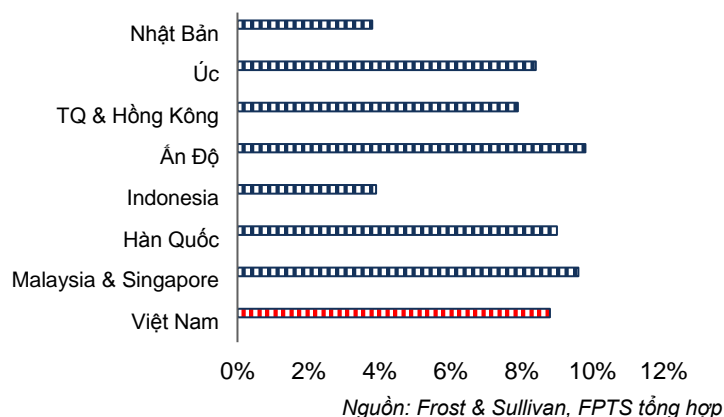
❖ **Phụ lục 5: Giới thiệu cổ đông chiến lược Taisho Pharmaceutical Group (Taisho)**

- Taisho thành lập năm 1912, tính đến nay đã phát triển hơn 100 năm trên thị trường Nhật Bản. Việc thị trường bão hòa là điều không thể tránh khỏi, vì vậy Taisho kì vọng mở rộng mạnh ra thị trường Đông Nam Á, đây là thị trường vẫn còn nhiều tiềm năng để phát triển mảng thực phẩm chức năng.
- Hoạt động cốt lõi: nhóm thuốc điều trị (chăm sóc sức khỏe người tiêu dùng) OTC, thực phẩm chức năng, các sản phẩm liên quan đến sức khỏe và thuốc kê toa ETC). Taisho mạnh về kênh OTC: đặc biệt thuốc giảm đau và thực phẩm chức năng.
- Trong hơn 5 năm trở lại đây, doanh thu bán hàng và lợi nhuận có dấu hiệu chững lại, điều này cho thấy thị trường Nhật Bản đang có sự bão hòa về mảng thực phẩm chức năng
- Taisho bắt đầu trở thành cổ đông chiến lược từ năm 2016. Vài năm gần đây, Taisho liên tục gom cổ phiếu để nâng tỷ lệ sở hữu tại doanh nghiệp DHG. Ngay sau cam kết, Taisho cử người từ Nhật sang tư vấn và hỗ trợ nâng cấp nhà máy, cũng như theo sát quá trình sản xuất. Cuối tháng 3/2017, Taisho đã giúp DHG hoàn thành kế hoạch nâng cấp dây chuyền sản xuất (thuốc hạ sốt Hapacol, vitamin sủi Bocalex) theo tiêu chuẩn PIC/S Malaysia. Đến tháng 2/2019, một dây chuyền viên nén Non Betalactam của DHG cũng đã đạt tiêu chuẩn PMDA Nhật Bản. Tuy nhiên, suốt hơn 3 năm qua đầu tư vào DHG, doanh thu và lợi nhuận của DHG không có nhiều đột biến, lợi nhuận tăng chưa thuyết phục chỉ khoảng 1%. Do công ty vẫn đang trong quá trình tái cơ cấu nên nhiều khả năng tình hình kinh doanh từ 2 đến 3 năm nữa sẽ gặp nhiều thách thức.

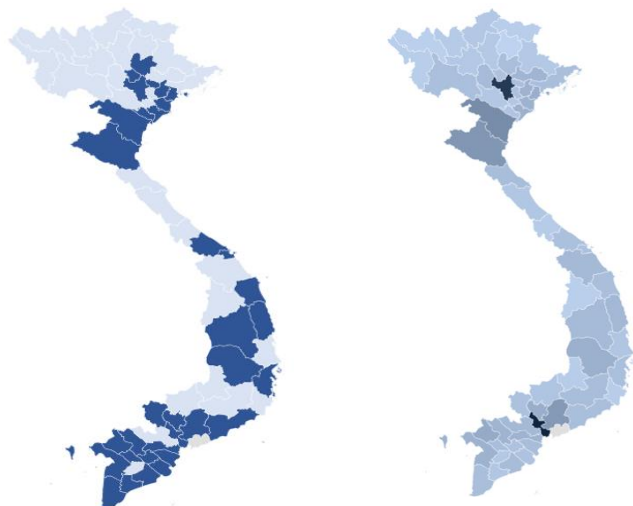


**Doanh thu bán hàng của Taisho**


Nguồn: Báo cáo thường niên Taisho Pharmaceutical Holding

**Tốc độ tăng trưởng thị trường TPCN từ 2014 tới 2020**


#### ❖ Phụ lục 6: Hệ thống chi nhánh của DHG:



Biểu đồ: Hệ thống chi nhánh DHG

Biểu đồ: Phân bố mật độ dân số

Nguồn: FPTS tổng hợp

DHG có hệ thống phân phối rộng và trải khắp cả 63 tỉnh thành, tập trung ở những nơi đông dân (trên 1500 bệnh viện và trên 1 triệu người)

#### ❖ Phụ lục 7: Cách tính đo lường gánh nặng bệnh tật

Chỉ số YLD cho phép đo lường gánh nặng về bệnh tật. Chỉ số này được đo lường bằng số năm sống khỏe mạnh mất đi do tàn tật hoặc số năm phải sống với bệnh hay tình trạng sức khỏe do mới mắc bệnh hay tình trạng sức khỏe bị tác động

$$YLD = I \times L \times D$$

Trong đó: I là số trường hợp mới mắc trong khoảng thời gian nhất định, D là hệ số bệnh tật (mức độ nặng nhẹ của bệnh), L là thời gian mang bệnh trung bình.

Nguồn: Nghiên cứu về gánh nặng bệnh tật toàn cầu (Global burden of disease study 1996), IHME

## **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 33 cổ phiếu DHG và chuyên viên phân tích nắm giữ không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

**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 <https://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**

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi,  
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.  
ĐT: (84.24) 3 773 7070 / 271 7171  
Fax: (84.24) 3 773 9058

**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,  
Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.  
ĐT: (84.28) 6 290 8686  
Fax: (84.28) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT  
Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**

100, Quang Trung, Phường Thạch  
Thang, Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng,  
Việt Nam.  
ĐT: (84.236) 3553 666  
Fax: (84.236) 3553 888