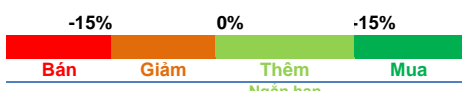


Hoàng Hiếu Tri Chuyên viên phân tích Email: trihh@fpts.com.vn Điện thoại: (84) - 86290 8686 - Ext : 7596	Giá hiện tại	45.100	 Bán Giảm Thêm Mua Ngăn hạn THÊM
	Giá mục tiêu	48.000	
	Tăng/giảm	+6,4%	
	Tỷ suất cổ tức	4,8%	

Diễn biến giá cổ phiếu DMC

Tóm tắt nội dung

- **Doanh thu 9T/2013 đạt 1.166 tỷ đồng, hoàn thành 79,7% kế hoạch năm. LNST 9 tháng đạt 75 tỷ đồng, hoàn thành 71.4% kế hoạch năm. Doanh thu thuần cả năm 2013 ước đạt khoảng 1.422 tỷ đồng (+13% so 2012), LNST 2013 ước đạt 102 tỷ đồng (+13% so 2012), hoàn thành 96,8% kế hoạch 105 tỷ đã đặt ra. EPS 2013 (F) tương ứng ở mức 5.708 đồng/cp.**
- **Sau khi tập đoàn dược phẩm CFR International SPA (Chile) trở thành cổ đông lớn nhất nắm 46% vốn cổ phần, DMC trở thành doanh nghiệp dược duy nhất đang niêm yết trên sàn có cổ đông chiến lược là doanh nghiệp hoạt động cùng ngành. Tội đánh giá đây vừa là lợi thế, vừa là thách thức không nhỏ cho hoạt động của DMC trong các năm sắp tới. [\(Xem chi tiết\)](#)**
- **Sản phẩm chủ lực của Domesco là các sản phẩm generic với trọng tâm là các dòng kháng sinh, tim mạch, tiểu đường, giảm béo phì... với nguồn nguyên liệu đa dạng chủ yếu được nhập khẩu từ các nhà cung ứng lớn tại Trung Quốc và Ấn Độ giúp DMC tạo nên lợi thế cạnh tranh về giá nguyên liệu đầu vào so với các đối thủ cạnh tranh.**
- **Hoạt động trực tiếp xuất khẩu dược phẩm đang được DMC chú trọng khi biên lợi nhuận từ mảng này khá cao do không tốn các chi phí bán hàng và chi phí đặc thù của ngành dược. Kim ngạch xuất khẩu của DMC đang ổn định ở mức 2 triệu USD/năm tại các thị trường chủ lực như Myanmar, Philippines, Campuchia... do DMC có khả năng đáp ứng linh hoạt yêu cầu của đối tác về chất lượng, giá cả, quy mô....**
- **Dự án đầu tư nhà máy mới của DMC vẫn chưa được triển khai và nhiều khả năng sẽ được dời sang năm 2014 do DMC điều chỉnh lại nhiều chỉ tiêu về tiêu chuẩn chất lượng (nâng từ chuẩn PIC/S – GMP lên chuẩn USFDA và chuẩn EU-GMP). Trong năm 2013, DMC chỉ đầu tư nâng cấp các dây chuyền nhà máy hiện hữu và đang tiến hành hoàn tất thủ tục mở văn phòng đại diện tại thị trường xuất khẩu chủ lực là Myanmar.**
- **DMC đang xin ý kiến cổ đông tăng 50% vốn điều lệ lên mức 267 tỷ đồng để tương xứng với quy mô của doanh nghiệp. Việc tăng vốn sẽ thông qua hình thức chia thưởng bằng cổ phiếu với tỷ lệ 2:1 từ nguồn thặng dư vốn cổ phần 230 tỷ đồng chưa sử dụng từ khi niêm yết đến nay.**

Thông tin giao dịch 06/11/2013

Giá hiện tại	45.100
Giá cao nhất 52 tuần (đ/CP)	49.000
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/CP)	26.000
Số lượng CP niêm yết (CP)	17.809.336
Số lượng CP lưu hành (CP)	17.809.336
KLGD BQ 3 tháng (CP/ngày)	33.354
% sở hữu nước ngoài	48,97%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	178
Vốn hóa (tỷ đồng)	832

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP XNK Y Tế Domesco
Địa chỉ	66 Quốc lộ 30, P.Phú Mỹ, Tp. Cao Lãnh, Đồng Tháp
Doanh thu chính	Thuốc tự sản xuất, phân phối dược phẩm
Chi phí chính	Nguyên liệu nhập khẩu, chi phí bán hàng, quảng cáo
Lợi thế cạnh tranh	Cổ đông chiến lược CFR, sản phẩm đa dạng.
Rủi ro chính	Biến động nguyên liệu đầu vào

Danh sách cổ đông Tỷ lệ (%)

CFR International SPA	45,94%
SCIC	34,71%
Deutsche Bank AG & Deutsche I.M.A Inc	4,89%
Quỹ đầu tư chứng khoán Y tế Bản Việt (VCHF)	4,89%
Cổ đông nội bộ	3,50%
Cổ đông khác nước ngoài	6,07%

- **Chính sách cổ tức của DMC sẽ ổn định ở mức 50% LNST hàng năm.** Ứng với mức LNST 2013 (F) khoảng 102 tỷ đồng, tôi dự báo tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt năm 2013 sẽ khoảng 22% - 25%. Trong tháng 12/2013, DMC sẽ tạm ứng cổ tức đợt 1/2013 với tỷ lệ 15%, nhiều khả năng trong quý II/2014 DMC sẽ thanh toán 7-10% cổ tức còn lại

Khuyến nghị

Xét các công ty cùng ngành dược phẩm niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam, sau khi điều chỉnh P/E dựa vào hiệu quả hoạt động (ROE) của các công ty này so với DMC, P/E bình quân là 8.x.

Mặc dù hoạt động cốt lõi của DMC vẫn được duy trì ổn định và tăng trưởng đều qua các năm, nhưng các dự án đầu tư lớn cho hệ thống nhà máy sản xuất đang bị trì hoãn do mối quan hệ CFR – DMC và vai trò của cổ đông lớn nhất (CFR) chưa thực sự được định hình một cách rõ ràng. Trước mắt, CFR chỉ mới hỗ trợ DMC xuất khẩu một số sản phẩm sang thị trường Châu Mỹ Latin nhằm khảo sát thăm dò nhu cầu thị trường tại khu vực này.

Về ngắn hạn, lợi nhuận sau thuế cả năm 2013 sẽ đạt khoảng 102 tỷ đồng (+13% so với năm 2012), tương ứng với EPS forward 2013 là 5.708 VND/cổ phiếu. Hiện tại giá cổ phiếu DMC đang thấp hơn giá mục tiêu 6.4% . Do đó chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư có thể mua **THÊM** cổ phiếu này.

EPS 2013	5.708	đồng/cp			
P/E	7,4	7,9	8,4	8,9	9,4
Giá DMC	42.236	45.090	47.944	50.797	53.651

Định giá P/E

Tên Công ty	Sàn	Mã CK	DT 2012 (tỷ đồng)	ROE 2012	P/E trailing	DT 9T/2103
CTCP Xuất nhập khẩu Y tế Domesco	HOSE	DMC	1.371	15.8%	8.x	1.006
CTCP Dược phẩm Cửu Long	HOSE	IMP	637	8%	6,44	486
CTCP S.P.M	HOSE	SPM	461	10.4%	10,52	316
CTCP Traphaco	HOSE	TRA	1.409	27.3%	8	1.085
CTCP Dược phẩm OPC	HOSE	OPC	504	17.3%	11,22	410
CTCP Dược phẩm Imexpharm	HOSE	IMP	820	10.9%	7,88	607
Bình quân theo Doanh thu 6T/2013					8.44	

(Nguồn: EzSearch FPTS)

Rủi ro đầu tư

Rủi ro biến động giá nguyên liệu

Thông tư liên tịch 01/2012/TTLT-BYT-BTC hướng dẫn đấu thầu mua thuốc trong các cơ sở y tế công lập theo trình tự như sau:

Bước 1: Thông tư này phân chia các gói thầu theo nhiều tiêu chuẩn kỹ thuật khác nhau: thuốc theo chuẩn của công ước quốc tế PIC/S (PIC/S-GMP) Châu Âu (EMEA), chuẩn của Mỹ (USFDA), chuẩn của WHO (WHO-GMP: chuẩn này do Cục quản lý dược Việt Nam kiểm tra và cấp giấy chứng nhận), thuốc nhượng quyền, thuốc tương đương sinh học, thuốc biệt dược, thuốc đông dược – dược liệu...

Bước 2: Đánh giá năng lực và kinh nghiệm của các nhà thầu theo từng gói tiêu chuẩn, các nhà thầu phải đáp ứng toàn bộ các nội dung theo chuẩn yêu cầu.

Bước 3: Đánh giá về mặt kỹ thuật, tức đánh giá về chất lượng và hiệu quả sử dụng của thuốc. Thuốc được đánh giá trên thang điểm 100, đạt 70/100 điểm là đạt yêu cầu.

Bước 4: Đánh giá về giá thành sản phẩm theo nguyên tắc chọn thuốc có giá thấp nhất. Ví dụ: cùng một dòng sản phẩm như nhau, thuốc của Trung Quốc nếu rẻ hơn thuốc của Mỹ chỉ 100 đồng cũng sẽ được chọn.

Do Việt Nam chưa phát triển được ngành công nghiệp hóa dược nên các doanh nghiệp dược vẫn phải nhập khẩu hầu hết các nguyên liệu đầu vào. Đây là rủi ro chung của toàn ngành và của cả Domesco khi giá nguyên liệu thế giới biến động khó lường vì nguyên vật liệu chiếm đến 50 – 80% giá vốn. Đi kèm theo đó là rủi ro biến động tỷ giá cũng là một gánh nặng cho doanh nghiệp khi đồng nội tệ chưa thực sự ổn định.

Rủi ro chính sách

Đây là rủi ro lớn nhất mà ngành dược phẩm Việt Nam đang đối mặt, khi các chính sách của cơ quan quản lý (Bộ Y tế) còn nhiều mâu thuẫn. Nổi trội là: **1)** Việc quản lý giá bán thuốc của các doanh nghiệp (do thuốc được xếp vào nhóm mặt hàng thiết yếu) khiến các doanh nghiệp không thể linh động điều chỉnh giá bán khi giá nguyên liệu đầu vào biến động mạnh. **2)** Chỉ thị 01 Bộ Y tế đẩy các doanh nghiệp dược trong nước vào thế tiến thoái lưỡng nan khi khó cạnh tranh với thuốc giá rẻ từ Trung Quốc, Ấn Độ...

Phân tích hoạt động kinh doanh

Vị thế Domesco

Domesco đang là doanh nghiệp có quy mô doanh thu, lợi nhuận và vốn hóa thị trường lớn thứ 2 trong các doanh nghiệp tân dược niêm yết (sau DHG và trước IMP). DMC được biết đến chủ yếu thông qua các dòng sản phẩm thuốc đặc trị các bệnh về tim mạch, tiểu đường, giảm béo phì và hướng đến phân khúc khách hàng có thu nhập trung bình.

DMC tạo ra sự khác biệt so với các đối thủ cạnh tranh khác nhờ dự đa dạng trong chiến lược sản phẩm, từ các loại thuốc không kê toa phổ thông đến các loại thuốc đặc trị về tim mạch, tiểu đường với giá cả cạnh tranh so với các sản phẩm ngoại nhờ sự linh hoạt trong việc lựa chọn nguồn nguyên liệu giá rẻ. Bên cạnh đó là hệ thống mạng lưới phân phối của DMC đang tiếp tục mở rộng ra thị trường phía Bắc nhằm khai thác tiềm năng còn rất lớn ở khu vực này.

Các sản phẩm chủ lực

DMC hiện đang là một trong số ít doanh nghiệp sản xuất gần như

đầy đủ các dược phẩm phổ thông khác nhau, bao gồm:

- Nhóm thuốc giảm đau, hạ sốt, chống viêm, điều trị gút và các bệnh xương khớp.
- Nhóm thuốc tim mạch, thuốc chống huyết khối (chống đông máu).
- Thuốc tăng cường tuần hoàn não, chống đau thắt ngực, hạ huyết áp
- Thuốc chống loét dạ dày, chống nôn, nhuận tràng, trị tiêu chảy, chống mất nước, điện giải
- Nhóm Insulin và nhóm hạ đường huyết (bệnh tiểu đường).
- Nhóm thuốc tác dụng trên đường hô hấp.
- Nhóm khoáng chất và vitamin
- Thuốc diệt khuẩn, chống thiếu máu, bệnh lý phụ khoa.
- Nhóm dược liệu
- Thực phẩm và thực phẩm chức năng....

Tuy nhiên, Domesco được biết đến nhiều nhất thông qua nhóm dược phẩm đặc trị bệnh tim mạch, tiểu đường, giảm béo phì... với giá rẻ hơn 30-40% so với các loại thuốc nhập ngoại và nhắm vào phân khúc khách hàng có thu nhập trung bình ở các tỉnh và vùng nông thôn, vốn bị giới hạn về mặt tài chính khi mắc phải các bệnh mãn tính về tim mạch, tiểu đường...

Nguồn nguyên liệu đầu vào

Nguồn nguyên liệu đầu vào đang chiếm khoảng 60-70% giá vốn hàng bán của DMC và đa phần phải nhập khẩu. Về lý thuyết, việc phụ thuộc vào nguồn cung nguyên liệu từ nước ngoài với những biến động khó lường đi kèm với biến động tỷ giá là các rủi ro mà DMC nói riêng và ngành dược Việt Nam nói chung phải chấp nhận, tuy nhiên, trên thực tế, DMC đang quản lý rất tốt rủi ro về nguồn cung ứng nguyên liệu, bao gồm 2 nguyên nhân: **1)** Nguyên liệu có nguồn gốc thảo dược dùng để bảo chế các sản phẩm đông dược của DMC đa phần có xuất xứ trong nước và một phần từ Trung Quốc – nguồn cung ứng nguyên liệu đông dược lớn nhất thế giới, do đó biến động về nguồn cung là không lớn. **2)** Với các nguyên liệu để sản xuất tân dược, DMC có hệ thống các nhà cung ứng rất đa dạng, từ Mỹ - Châu Âu đến Nhật Bản, Hồng Kông và đặc biệt là Trung Quốc và Ấn Độ. Đây là hai quốc gia có nền sản xuất nguyên liệu hóa dược theo hướng công nghiệp lớn nhất thế giới hiện nay với sản lượng cung ứng không giới hạn và giá cả cạnh tranh tuyệt đối so với các nguyên liệu chất lượng cao của Mỹ - Châu Âu, đây cũng là hai nguồn cung ứng nguyên vật liệu chính cho DMC. Do đó, rủi ro về thiếu hụt hoặc biến động giá nguyên liệu từ hai nguồn này là không lớn.

Trình độ công nghệ

Hệ thống dây chuyền máy móc sản xuất của DMC đang theo tiêu chuẩn WHO – GMP (do Cục quản lý dược – Bộ Y tế đánh giá và chứng nhận năm 2005). Tuy nhiên, để đáp ứng yêu cầu ngày càng cao của thị trường về chất lượng sản phẩm, DMC đang xây dựng kế hoạch nâng cấp tiêu chuẩn Thực hành tốt sản xuất (GMP) từ WHO-GMP lên thẳng tiêu chuẩn EU-GMP (*chuẩn của Châu Âu do EMA – Cơ quan quản lý dược phẩm châu Âu đánh giá và chứng nhận*) và sau đó là FDA – GMP (*chuẩn của Mỹ do FDA – Cục quản lý thực phẩm và dược phẩm Hoa Kỳ đánh giá và chứng nhận*). **Theo đánh giá của tôi, đây là bước đi khá tham vọng do DMC đã bỏ qua giai đoạn nâng tiêu chuẩn WHO – GMP hiện tại lên tiêu chuẩn PIC/S – GMP**, vốn là bước đệm để tiếp cận các tiêu chuẩn khắt khe hơn của Châu Âu và Mỹ. Kế hoạch này khi được triển khai ít nhiều sẽ ảnh hưởng đến hoạt động và dòng tiền của DMC, do đòi hỏi một khoản đầu tư lớn cho máy móc thiết bị và quy trình sản xuất theo chuẩn quốc tế, bên cạnh đó là các yêu cầu khắt khe về nguồn gốc – chất lượng của các nguyên liệu dược phẩm và áp lực phải nâng cao trình độ chuyên môn – tay nghề – đạo đức của đội ngũ cán bộ hiện tại theo chuẩn quốc tế.

Năng lực sản xuất và kế hoạch đầu tư

Năng lực sản xuất đang là một trong các vấn đề vướng mắc của DMC trong giai đoạn hiện nay. Nhà máy NonBetalactam (công suất tối đa 800 triệu đvsp) và nhà máy sản xuất thực phẩm chức năng – nước giải khát đang chạy với 100% công suất. Hai nhà máy Penicillin và Cephalosporin với tổng công suất 450 triệu đơn vị sản phẩm cũng đang chạy với 70% công suất. Do đó, dư địa để gia tăng sản lượng sản xuất trong các năm sắp tới không còn nhiều. Riêng nhà máy sản xuất dược liệu của DMC mới chỉ khai thác được 20% công suất tối đa 250 tấn/năm do nhu cầu thị trường đối với các sản phẩm dược liệu và đông dược của DMC chưa đạt được mức kỳ vọng của doanh nghiệp.

Vì vậy, về việc mở rộng quy mô các dây chuyền sản xuất hiện tại và đầu tư xây dựng thêm nhà máy mới là yêu cầu cấp thiết của DMC trong 2 năm sắp tới. Kế hoạch này đã được DMC xây dựng từ năm 2011, tuy nhiên, tính đến thời điểm hiện tại, kế hoạch này chỉ mới triển khai được một phần nhỏ ở khâu cơ sở, nâng cấp một số dây chuyền sản xuất.

(Nguồn: FPTS tổng hợp)

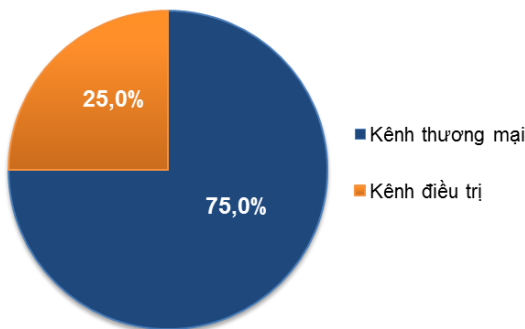
Các nhà máy sản xuất chính	Sản phẩm sản xuất	Công suất thiết kế	Công suất hiện tại
Nhà máy Penicillin	Thuốc dạng rắn Non Betalactam	250 triệu đvsp	70%
Nhà máy Cephalosporin	Đóng gói thuốc dạng rắn Non Betalactam	200 triệu đvsp	70%
Nhà máy Non-Betalactam	Thuốc dạng rắn Betalactam	800 triệu đvsp	100%
Nhà máy sản xuất thực phẩm chức năng và nước giải khát	Thuốc dạng lỏng Betalactam	50 triệu đvsp	100%
Nhà máy sản xuất dược liệu	Viên nang mềm	250 tấn/năm	20%
Tổng sản lượng		1.03 tỷ đvsp	

Thị trường tiêu thụ và các kênh bán hàng

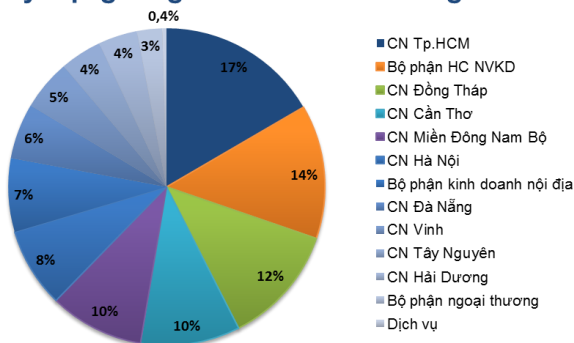
Domesco đang chia thị trường Việt Nam ra thành 6 khu vực như sau:

- Khu vực 1: Tp.HCM và các tỉnh lân cận.
- Khu vực 2: Vinh và các tỉnh lân cận
- Khu vực 3: Đà Nẵng và các tỉnh lân cận
- Khu vực 4: Hà Nội và các tỉnh phía bắc
- Khu vực 5: Cần Thơ và các tỉnh lân cận
- Khu vực 6: Đồng Tháp

Doanh thu theo kênh bán hàng năm 2012



Tỷ trọng tổng doanh thu theo vùng miền



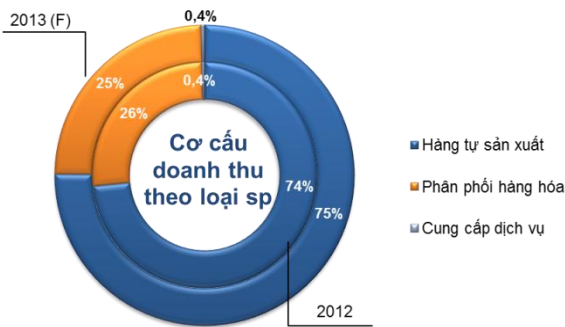
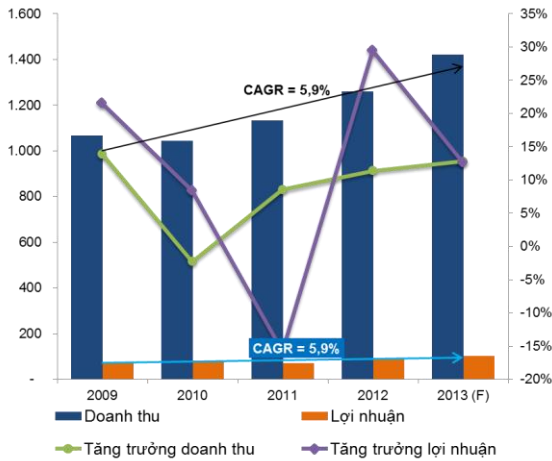
Tính đến thời điểm hiện tại, DMC có 11 chi nhánh (mới mở thêm chi nhánh Yên Bái và chi nhánh Thái Nguyên trong năm 2013 để phụ trách địa bàn Đông – Tây Bắc Bộ), trải đều khắp 3 miền của đất nước. Trong đó thị trường miền Nam đóng góp hơn 60% tổng doanh thu với địa bàn trọng điểm là khu vực Tp.HCM (chiếm 17% tổng doanh thu). Chiến lược kinh doanh của DMC đang là củng cố toàn diện hệ thống mạng lưới phân phối trên toàn quốc, phát huy chiến lược kinh doanh thị trường ngách “lấy nông thôn bao vây thành thị” (trừ trường hợp Tp.HCM), mở rộng kênh OTC (nhà thuốc, đại lý, phòng mạch bác sĩ đến tận tuyến xã, phường)

Thị trường xuất khẩu chủ lực của Domesco hiện tại là Myanmar và Philippines đã ổn định và đem lại nguồn doanh thu ổn định ở mức 2 triệu USD/năm. Ngoài ra, DMC còn một số thị trường nhỏ khác như Lào, Campuchia, Nhật Bản, Nigeria... và đã được cấp visa qua một số nước châu Phi như Gabon, Togo, Congo, Benin...

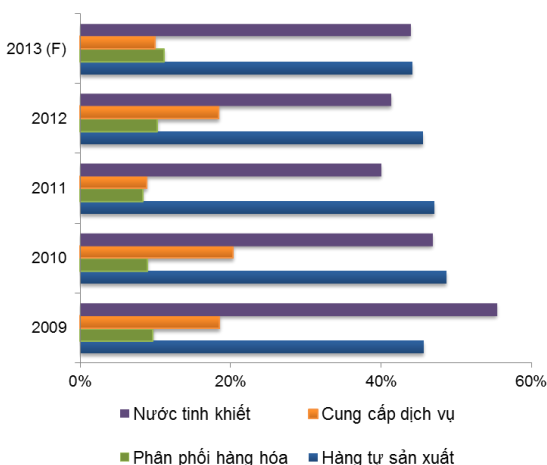
Tỷ trọng kênh OTC – ETC của DMC đang ở mức 75% - 25%, trong đó, ETC là kênh chủ lực cho các dòng thuốc đặc trị (không được quảng cáo trên các phương tiện thông tin đại chúng mà chỉ có thể thực hiện thông qua các buổi hội thảo, giới thiệu sản phẩm... theo quy định của Bộ Y tế).

Phân tích tài chính

Doanh thu và lợi nhuận qua các năm



Biên lãi gộp theo hoạt động

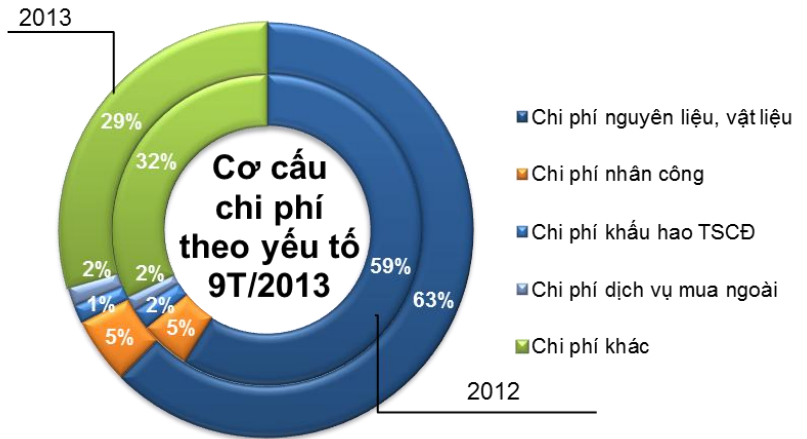
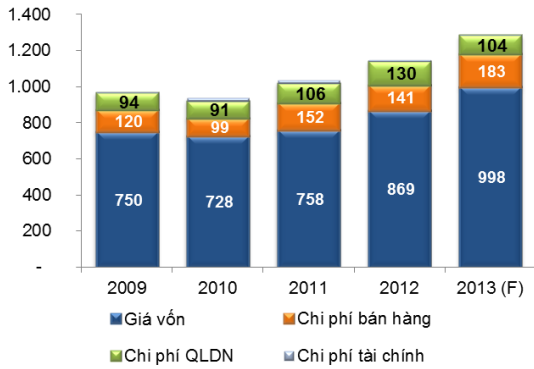
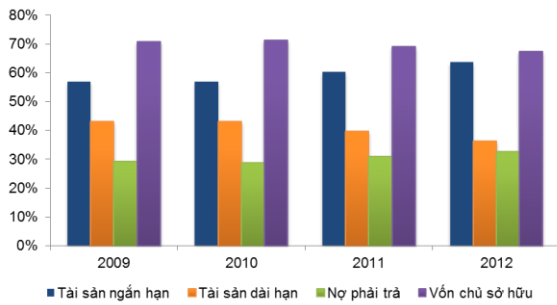


Tình hình hoạt động

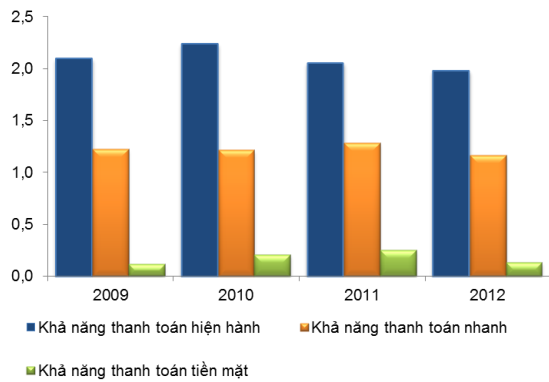
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2010	2011	2012	2013 (F)
Doanh thu thuần	1.043	1.132	1.261	1.422
Hàng bán bị trả lại	3,5	1,8	2,8	2,0
Giá vốn hàng bán	728	758	869	998
Lợi nhuận gộp	315	374	392	424
Biên lợi nhuận gộp	30,2%	33,0%	31,1%	29,8%
Chi phí tài chính	1,9%	1,7%	0,7%	0,3%
Chi phí bán hàng	9,5%	13,4%	11,2%	12,9%
Chi phí quản lý DN	8,7%	9,3%	10,3%	7,3%
Lợi nhuận sau thuế	83	70	90	102
Biên lợi nhuận ròng	7,9%	6,2%	7,2%	7,1%
EPS	4.730	3.980	5.067	5.708
ROA	10,8%	8,4%	10,6%	11,8%
ROE	15,1%	12,1%	15,8%	16,1%

Doanh thu và lợi nhuận: Trong giai đoạn 2009 – 2013F, doanh thu của DMC chỉ đạt tốc độ tăng trưởng bình quân 5,9%/năm. Đây là mức tăng trưởng khá thấp với mức bình quân 15% của ngành. Nhóm sản phẩm tự sản xuất và nước tinh khiết có biên lãi gộp cao nhất (40 - 45%), nhóm hàng hóa phân phối ổn định ở mức thấp 10% nhưng DMC vẫn duy trì nhằm đảm bảo các yêu cầu về danh mục thuốc đầu thầu và kích thích doanh thu. **Lợi nhuận ròng** của DMC cũng chỉ tăng trưởng bình quân 5,9%/năm trong giai đoạn 2009 – 2013F, tuy nhiên, mức tăng trưởng của 3 năm gần nhất lại mức 13,4%/năm cho thấy sự cải thiện về hiệu quả kinh doanh của DMC. Doanh thu thuần năm 2013 của DMC nhiều khả năng sẽ đạt mức 1.422 tỷ đồng, trong đó doanh thu thuần quý IV/2013 ước đạt gần 416 tỷ đồng (+6,9% so cùng kỳ năm 2012) do quý IV là mùa cao điểm trong bán hàng và thu hồi công nợ trong năm của DMC nói riêng và của cả ngành dược nói chung.

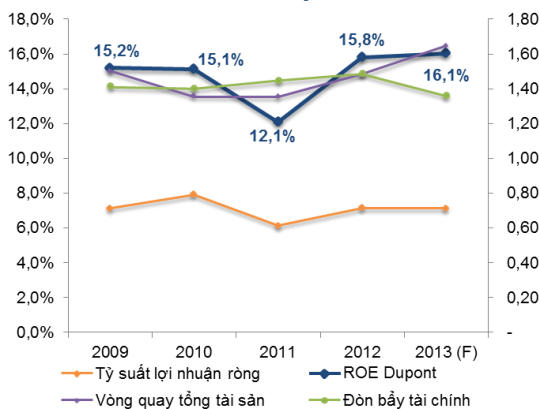
Cơ cấu chi phí và giá vốn: Chi phí nguyên vật liệu đầu vào năm 9T/2013 chiếm 63% tổng chi phí, tăng 4% so cùng kỳ năm 2012; chi phí nhân công vẫn giữ ổn định ở mức 5% tổng chi phí, tuy nhiên, đây là mức khá thấp so với mức bình quân 20% của các doanh nghiệp dược lớn khác (DHG 25% - IMP 15%). Đáng chú ý, khoản chi phí khác chiếm đến 29% tổng chi phí của DMC (-3% so cùng kỳ), theo tìm hiểu của tôi, đây là các khoản chi hoa hồng bán hàng, tổ chức hội thảo, hội nghị khách hàng và một số khoản chi khác bằng tiền.

Cơ cấu chi phí theo mảng hoạt động

Cơ cấu Tài sản – Nguồn vốn qua các năm

Tình hình tài chính
Cơ cấu tài sản và nguồn vốn :

Tổng tài sản của DMC tính đến hết 30/9/2013 là 902 tỷ đồng, trong đó tài sản ngắn hạn chiếm 66%. Trong 9T/2013, DMC đã hoàn thành xong một số hạng mục đầu tư xây dựng dở dang (cải tạo tổng kho và mua đất tại khu công nghiệp Tân Tạo) ghi nhận tăng TSCĐ, đồng thời mua sắm thêm dây chuyền máy móc trị giá hơn 17 tỷ đồng. Bên cạnh đó, DMC cũng gia tăng sản xuất và nhập kho lô hàng hóa nhập khẩu hơn 25 tỷ đồng nhằm phục vụ cho nhu cầu thị trường gia tăng trong giai đoạn cuối năm.

Các chỉ số về khả năng thanh toán


Cơ cấu nguồn vốn của DMC đang có xu hướng điều chỉnh về tỷ lệ an toàn 70% VCSH – 30% Nợ phải trả. Không giống như các doanh nghiệp dược lớn khác, DMC vẫn đang tiến hành vay nợ ngắn hạn để bù đắp thiếu hụt trong nguồn vốn lưu động, tuy nhiên, thời hạn các khoản vay này chỉ từ 3-6 tháng với lãi suất chỉ khoảng 7-9%, do đó áp lực chi phí lãi vay của DMC là không đáng kể. **Xét về các chỉ tiêu đánh giá khả năng thanh toán**, các chỉ số của DMC đều đang ở mức khá an toàn, đảm bảo khả năng thanh toán các nghĩa vụ nợ đến hạn của doanh nghiệp.

ROE Dupont


Các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả sinh lời cho thấy DMC đang dần cải thiện hiệu quả hoạt động khi ROE đang có xu hướng tăng sau giai đoạn sụt giảm năm 2010 - 2011. Nguyên nhân chính là do: **1)** Vòng quay tổng tài sản tăng lên tốc độ tăng trưởng doanh thu cao hơn tốc độ tăng trưởng tài sản. Trong 3 năm từ 2010 – 2012, tổng tài sản của DMC chỉ tăng gần 11% trong khi tăng trưởng doanh thu thuần đạt gần 21%. **2)** DMC đang chủ động giảm đòn bẩy tài chính nhằm tăng cường khả năng quản trị rủi ro và hướng đến trạng thái không vay nợ của ngành dược Việt Nam nói riêng và ngành dược thế giới nói chung.

PHU LUC

CFR International SPA: Họ là ai? Họ muốn gì?

Vào cuối tháng 12/2011, CFR International đã chính thức trở thành cổ đông lớn nhất của DMC với tỷ lệ sở hữu 38,58%. **Tổ chức này cũng liên tục mua vào và đến nay đã nắm 45,94% vốn cổ phần của DMC, vượt trội hoàn toàn so với cổ đông nhà nước là SCIC (34,71%)**. Để làm rõ mục đích đầu tư vào DMC của CFR và tương lai mối quan hệ hợp tác giữa hai bên, tôi xin giới thiệu chi tiết về cổ đông chiến lược đến từ Chile này.

Giai đoạn 1:
Củng cố vị trí ở Chile

Giai đoạn 2:
Mở rộng thị trường
thông qua công ty LDLK

Giai đoạn 3:
Chuyển đổi thành công
ty đa quốc gia

1922 – 1990:

- CFR được thành lập bởi ông Nicolás Weinstein Rudoy vào năm 1922 và phát triển trở thành công ty dược phẩm hàng đầu tại Chile

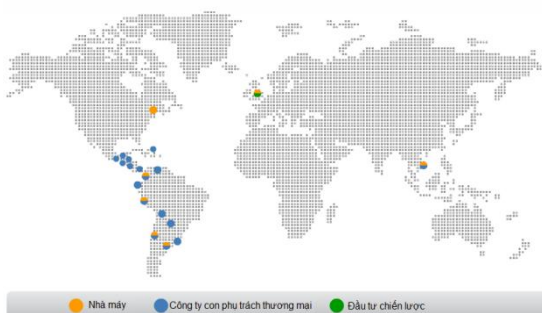
1990 – 2010:

Mở rộng thị trường ra khắp khu vực Nam Mỹ và Đông Nam Á, bao gồm: Argentina – Bolivia – Colombia – Costa Rica – Ecuador – Mexico – Panama – Paraguay – Peru – Thái Lan – Việt Nam – các nước Cenam.

2010 trở về sau:

- Tái định hướng chiến lược đầu tư với định hướng trở thành một tập đoàn dược phẩm đa quốc gia.
- Tái cấu trúc toàn tập đoàn thông qua M&A các công ty con.
- Thâu tóm các doanh nghiệp dược khác trên thế giới, đặc biệt tại các thị trường mới nổi.**
- Niêm yết trên nhiều sàn chứng khoán.

Trong giai đoạn 2009 – 2012, CFR đạt được mức tăng trưởng doanh thu bình quân khoảng 22%/năm.



Nguồn: CFR

CFR International SPA là một thành viên trong tập đoàn CFR Pharmaceutical SA với lịch sử hoạt động hơn 90 năm. Giá trị vốn hóa của tập đoàn này lên đến 2,1 tỷ USD với hơn 7.000 nhân viên trên toàn thế giới, bao gồm hơn 2.000 trình dược viên. CFR đang có tổng cộng 11 nhà máy sản xuất, 3 viện nghiên cứu tại Chile, Argentina, Peru, Colombia và Canada.

Vào tháng 9/2010, CFR Chile SA và CFR International SPA – 2 đơn vị phụ trách hoạt động tại Chile và trên toàn thế giới, đã được sáp nhập vào tập đoàn mẹ CFR. Năm 2011, CFR hoàn thành đợt IPO 24.1% vốn cổ phần trên sàn chứng khoán Santiago (Chile) với thặng dư vốn cổ phần gấp 9 lần vốn điều lệ, biến CFR thành doanh nghiệp dược phẩm đại chúng lớn nhất khu vực châu Mỹ Latin. Sau đợt IPO này, CFR đã huy động thêm được 370 triệu USD cho chiến lược mở rộng quy mô của mình.

Năm 2012, CFR bắt đầu quá trình bành trướng của mình bằng việc mua lại cổ phần của Domesco (khoảng 16 triệu USD) và 51% cổ phần của Uman Pharma (Canada). Đến tháng 12/2012, CFR dùng 562 triệu USD thâu tóm 100% cổ phần của Lafranco (Colombia) và đồng thời trở thành doanh nghiệp dược phẩm lớn nhất tại quốc gia này. Tháng 6/2013, CFR đã đạt được thỏa thuận

Các mảng hoạt động của CFR Pharmaceutical SA


Loại máu, cấy ghép, ung thư, kháng thể đơn dòng



Sản phẩm dung dịch vô trùng và bột đông cô pha tiêm



Thần kinh, tâm thần, tim mạch.



Sản phẩm chăm sóc sức khỏe phụ nữ



Sản phẩm OTC và chăm sóc răng miệng



Sản phẩm hô hấp và kháng sinh



Sản phẩm về da liễu



Sản phẩm đa khoa, nhi, hô hấp, chấn thương, khoáng chất

trị giá 1,3 tỷ USD (tiền mặt và phát hành thêm cổ phiếu) để thu tóm 100% cổ phần của Adcock Ingram Holdings (Nam Phi). **Tham vọng của CFR là trở thành doanh nghiệp dược phẩm generic dẫn đầu tại các thị trường mới nổi với hàng tỷ bệnh nhân có thu nhập trung bình tại Châu Mỹ Latin, Châu Phi, Đông Nam Á và Ấn Độ.**

Gia tộc Weinstein đang gián tiếp nắm giữ 73% vốn cổ phần của CFR thông qua 3 công ty trung gian độc lập với nhau. CEO của CFR, ông Alejandro Weinstein Manieu với 30 năm kinh nghiệm trong ngành, cũng đang là thành viên HĐQT của Domesco.

Tập đoàn này bắt đầu hiện diện tại Việt Nam vào năm 2006 và tại Thái Lan vào năm 2008, thông qua công ty liên quan là Sinensix Pharma chuyên phân phối các dòng sản phẩm chống ung thư, chống thải ghép (dùng trong các ca cấy ghép nội tạng), các dòng kháng sinh thể hệ mới, các loại hormone tăng trưởng, Interferol alpha... của tập đoàn CFR Pharmaceutical.

Theo chia sẻ của đại diện Domesco, CFR hiện chưa có bất cứ can thiệp gì vào hoạt động của doanh nghiệp, đồng thời Domesco cũng chưa tiến hành phân phối bất cứ sản phẩm nào của CFR, một phần nguyên nhân do tiến độ cấp visa cho các dược phẩm của CFR đang bị chậm xử lý. **Như vậy, 2 năm sau khi trở thành cổ đông lớn nhất của DMC, CFR vẫn chưa tạo ra ảnh hưởng đáng kể nào đến DMC ngoài các cam kết về hỗ trợ trong hoạt động kinh doanh là nhập khẩu, xuất khẩu và chuyển giao sản xuất nhượng quyền...**

Theo đánh giá của tôi, với 7 năm kinh nghiệm tại thị trường Việt Nam, mục tiêu mà CFR nhắm tới khi trở thành cổ đông chi phối của DMC bao gồm:

- Dòng thuốc đặc trị hướng đến nhóm khách hàng phổ thông với mức thu nhập thấp - trung bình, vốn dĩ ít có khả năng tài chính để tiếp cận với các loại dược phẩm đặc trị chất lượng cao – giá cao và chiếm đến 70% dân số Việt Nam, mà DMC đang là doanh nghiệp dược nội địa lớn nhất trong phân khúc này.
- Hệ thống phân phối khắp cả nước, mạng lưới đến các cơ sở y tế các tỉnh, huyện, xã... mà DMC đã dày công thiết lập suốt 28 năm từ khi thành lập năm 1985 đến nay.
- Biến DMC thành một nhà phân phối các sản phẩm thuốc đặc trị của CFR (sản xuất tại các nhà máy Chile, Argentina, Colombia...)
- Các mối quan hệ với kênh điều trị tại bệnh viện của DMC.
- Hệ thống nhà máy dược phẩm hiện có của DMC.
- Mở rộng thị trường dược phẩm giá rẻ tại các nước trong khối ASEAN như Lào, Campuchia, Myanmar, Indonesia...

**Địa bàn hoạt động chính của CFR
Pharmaceutical SA**


Nguồn: Sinensix

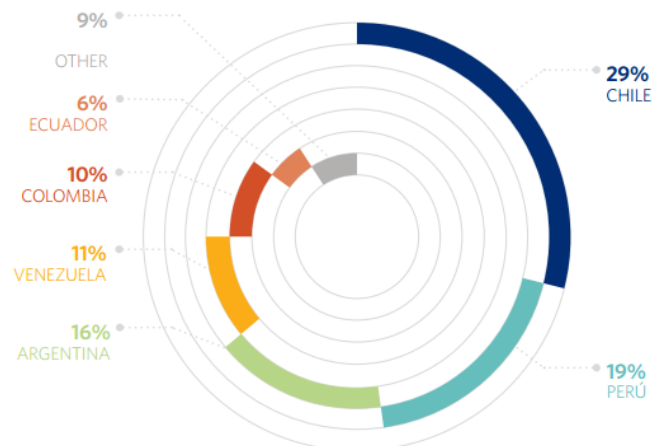
- Góp phần duy trì tốc độ tăng trưởng “hai con số” hiện hữu của CFR. Tuy nhiên, đóng góp trong ngắn hạn của DMC là không lớn do quy mô còn quá nhỏ.

→ CFR, thông qua **Sinensix Thái Lan**, đã đầu tư lớn cho công tác nghiên cứu, thử nghiệm lâm sàng các thuốc phát minh, thử tương đương sinh học các thuốc generic phù hợp với khí hậu, thổ nhưỡng, cơ địa người dân khu vực ASEAN, **Sinensix Việt Nam** cũng đã có nhiều kinh nghiệm trong phân phối các dòng sản phẩm của CFR từ năm 2006. Do đó, **tôi cho rằng nhiều khả năng Domesco sẽ được CFR định hướng trở thành nhà sản xuất chính cho các dòng sản phẩm này. Cụ thể, việc DMC dời lại các kế hoạch: 1) Xây dựng nhà máy Domenol 2) Xây dựng nhà máy sản xuất non-betalactam; 3) Điều chỉnh việc nâng chuẩn lên PIC/S – GMP thành FDA/EU-GMP (có rất nhiều yêu cầu khắt khe đòi hỏi phải đầu tư rất lớn cả về con người và cơ sở vật chất), cho thấy CFR – DMC đang trong quá trình chuẩn bị - thỏa thuận – cân đối lợi ích các bên cho một kế hoạch dài hơi nhằm gia tăng sự ảnh hưởng của CFR tại Việt Nam nói riêng và khu vực Đông Nam Á nói chung trong tương lai.** Tuy nhiên, việc CFR chưa có bất kỳ tác động cụ thể nào sau 2 năm tham gia vào DMC, ngoại trừ các cam kết trong hợp đồng, khiến định hướng phát triển trong tương lai gần của DMC chưa thực sự rõ ràng. Bên cạnh đó, tương lai các dòng sản phẩm hiện hữu của Domesco cũng đang là ẩn số khi rõ ràng chất lượng các sản phẩm này không thể so sánh với các sản phẩm được đầu tư lớn cho nghiên cứu một cách bài bản của CFR. **Theo tôi, đường hướng phát triển trong tương lai của Domesco chỉ có thể được xác định rõ ràng khi CFR và ban lãnh đạo hiện tại của Domesco, với đại diện lớn nhất là SCIC, thống nhất được vai trò, lợi ích và quyền hạn cụ thể của các bên, dự kiến sẽ diễn ra trong năm 2014 hoặc chậm nhất là năm 2015.**

Doanh thu theo lĩnh vực năm 2012



Doanh thu theo quốc gia năm 2012



Nguồn: CFR-corp

DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ

Đánh giá về giá trị cổ phiếu

Việc đánh giá này nhằm xác định giá trị mỗi cổ phần đại diện cho việc định giá doanh nghiệp, nhằm tìm ra giá trị tiềm năng trong mỗi cổ phần công ty và cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư trong thời gian đầu tư 12 tháng.

Khuyến nghị	Diễn giải
Kỳ vọng 12 tháng	
Mua	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường trên 15%
Thêm	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 1% đến 15%
Giảm	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường từ 1% đến 15%
Bán	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên 15%
Kỳ vọng < 3 tháng	
Mua	Nếu có sự kiện/hiệu ứng tác động đến khả năng tăng giá mạnh trong 3 tháng tới
Thêm	Nếu có sự kiện/hiệu ứng tác động đến khả năng tăng giá trong 3 tháng tới
Giảm	Nếu có sự kiện/hiệu ứng tác động đến khả năng giảm giá trong 3 tháng tới
Bán	Nếu có sự kiện/hiệu ứng tác động đến khả năng giảm giá mạnh trong 3 tháng tới

Mức 15% được xác định dựa trên mức kỳ vọng bằng 2 lần lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng bình quân của 4 Ngân hàng: Vietcombank, BIDV, Vietinbank, Agribank. Mức tham chiếu này sẽ được điều chỉnh mỗi năm hoặc tại thời điểm cập nhật báo cáo tiếp theo nếu có thay đổi.

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTS 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 FPTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTS 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, FPTS và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ 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

Tầng 2-Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam
ĐT:(84.4)37737070/ 2717171
Fax:(84.4) 37739058

Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh

29-31 Nguyễn Công Trứ, Quận 1,
Tp.Hồ Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84.8) 6290 8686
Fax:(84.8) 6291 0607

Chi nhánh Tp.Đà Nẵng

124 Nguyễn Thị Minh Khai, Quận Hải
Châu, Tp.Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.511) 355 3666
Fax:(84.511) 355 3888