

NGÀNH DƯỢC

**MÔI TRƯỜNG CHÍNH SÁCH THUẬN
LỢI HỖ TRỢ TĂNG TRƯỞNG**



Cao Ngọc Quân – quan.cn@vdsc.com.vn





Đánh giá chung

Tiêu cực

Trung bình

Tích cực

Tổng quan

Tình trạng thiếu thuốc kéo dài xuyên suốt năm 2022 đã thúc đẩy cơ quan quản lý sớm đưa ra biện pháp giải bài toán phát triển kênh ETC cả trong trung và dài hạn. Ngay từ đầu năm, hàng hoạt chính sách mới được ban hành đã đưa kênh ETC trở lại mạnh mẽ. Mặt khác, kênh OTC đã có tín hiệu giảm tốc bởi sự gia tăng về thị phần của kênh ETC và dịch COVID-19 đã đi qua. DBD và IMP là hai công ty chúng tôi đánh giá khả quan sẽ tiếp tục được hưởng lợi trong 2H2023 nhờ chiến lược tập trung phát triển trên kênh ETC.

Điểm nhấn

Kỳ vọng kênh ETC sẽ tiếp tục duy trì được tốc độ tăng trưởng hai chữ số trong nửa cuối năm 2023.

- Những chính sách mới đưa ra liên tục tạo điều kiện phát triển trong trung dài hạn, tháo gỡ nhiều vướng mắc đối với bệnh viện và doanh nghiệp sản xuất trong việc đấu thầu, gia hạn số đăng ký thuốc và thiết bị y tế (TBYT). Sự hỗ trợ của nhà nước kỳ vọng sẽ tác động (1) kích thích các bệnh viện, sở y tế mạnh dạn tổ chức đấu thầu, và (2) doanh nghiệp sản xuất có dư địa tăng giá thuốc đấu thầu phù hợp với điều kiện thị trường.
- Lũy kế 6T2023, tổng giá trị trúng thầu đạt 27,5 nghìn tỷ đồng (+85% YoY), thuốc nội địa và thuốc ngoại lần lượt đạt 7,0 nghìn tỷ đồng (+37% YoY) và 20,5 nghìn tỷ đồng (+109% YoY). Với sự tăng trưởng mạnh mẽ, thuốc ngoại chiếm tỷ lệ lên tới 75% tổng giá trị trúng thầu thuốc trên kênh ETC, đang đe dọa đến thị phần của thuốc nội địa. Dù vậy, chúng tôi cho rằng, các doanh nghiệp nội vẫn có những điểm tựa để tăng trưởng, cạnh tranh với thuốc ngoại nếu đảm bảo về khả năng điều trị, khả năng cung cấp và giá thuốc hợp lý (1) Bộ Y tế ưu tiên sử dụng thuốc nội địa nhằm tiết kiệm cho quỹ Bảo hiểm xã hội (BHXH) và (2) Khoản 1, điều 56 của Luật đấu thầu 2023 quy định rõ ràng về ưu tiên chào thầu thuốc nội địa nếu có ít nhất ba hãng trong nước sản xuất.
- Nhìn chung, những nghị định, thông tư và luật sửa đổi cho thấy sự điều hướng của cơ quan quản lý tạo điều kiện phát triển kênh ETC trong dài hạn, đảm bảo quyền lợi cho người tham gia BHXH. Chúng tôi cho rằng, hoạt động đấu thầu thuốc sẽ diễn ra sôi nổi hơn ở trong năm 2024.

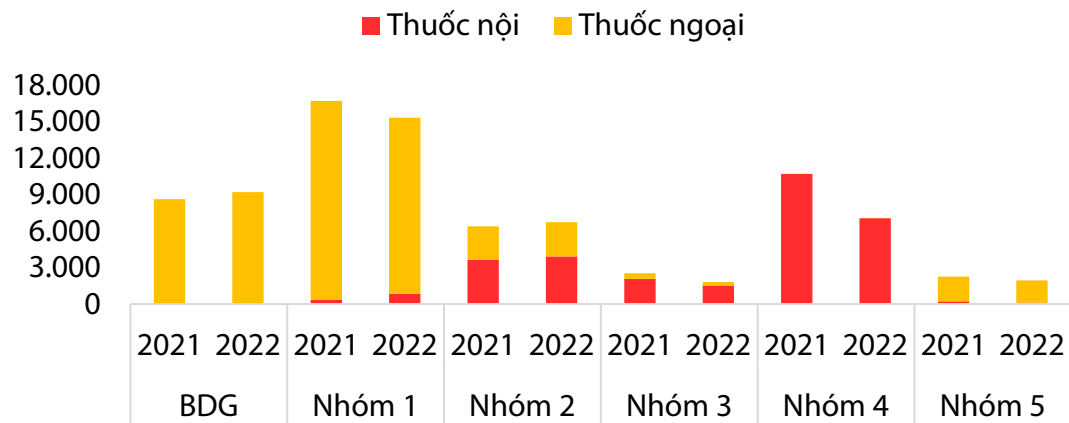
Dự báo kênh OTC sẽ giảm tốc trong 2023 – 2024. Sự gia tăng về thị phần của kênh ETC và nhu cầu tăng đột biến do COVID – 19 đã đi qua. Dù vậy, sự phát triển mạnh mẽ về hệ thống nhà thuốc hiện đại Pharmacy, An Khang, Long Châu và nhà thuốc truyền thống, đảm bảo kênh phân phối đủ lớn vẫn giúp cho kênh OTC tăng trưởng kép 7% trong giai đoạn 2023F – 2027F.

Về dài hạn, xu hướng già hóa dân số, sự đầu tư của các công ty dược phẩm đa quốc gia, mở rộng độ phủ của BHXH và mức chi tiêu nhiều hơn dành cho dược phẩm là động lực tăng trưởng của ngành dược. Theo dự báo của Fitch Solutions, doanh thu dược phẩm giai đoạn 2023F/2027F sẽ đạt 165/229 nghìn tỷ đồng, tương đương mức tăng trưởng kép **CAGR 4Y là 8,5%**.



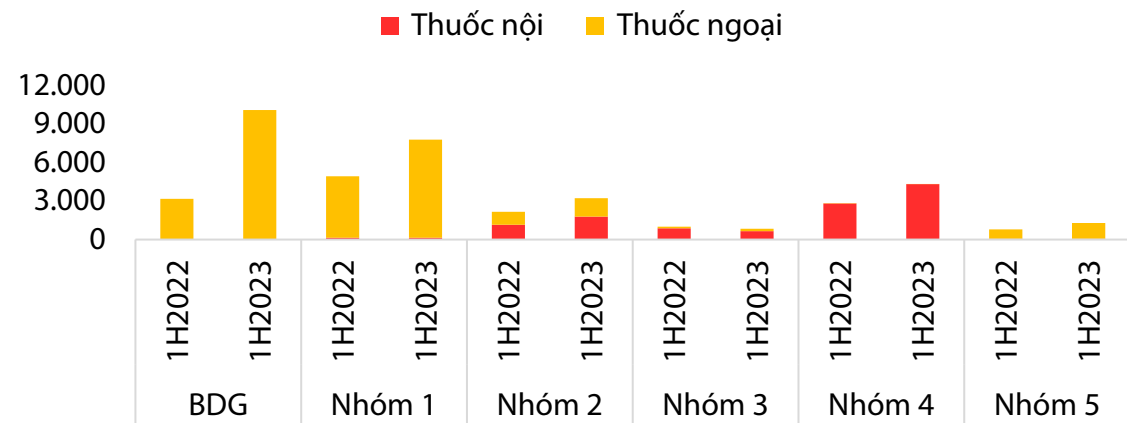
Đánh giá chung	Tiêu cực	Trung bình	Tích cực
Định giá	<ul style="list-style-type: none"> Cổ phiếu ngành dược đã có chặng đường tăng giá bền bỉ khi hầu hết các công ty đều có bước tăng trưởng đột phá về lợi nhuận trong 6T023. Phần lớn định giá P/E 2023 của các cổ phiếu vẫn đang thấp hơn so với mức trung bình 5Y. Mức định giá hiện tại vẫn đang hấp dẫn trong môi trường chính sách thuận lợi đối với ngành dược. 		
Cổ phiếu khuyến nghị	<ul style="list-style-type: none"> DBD (Mua – GMT: 65.800 VND), IMP (Mua – GMT: 84.000 VND), DHG (Trung lập - KĐG). 		
Rủi ro	<ul style="list-style-type: none"> Các bệnh viện, doanh nghiệp mất nhiều thời gian thích nghi với những chính sách mới. Cạnh tranh giữa các doanh nghiệp ngày càng lớn khi liên tục chạy đua nâng cao chất lượng dây chuyền sản xuất. 		

Hình 1: Kết quả trúng thầu năm (KQTT) 2022 giảm mạnh sau những sai phạm trong công tác đấu thầu (Tỷ đồng)



Nguồn: DAV, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Lũy kế KQTT kênh ETC 6T2023 cho thấy sự hồi phục mạnh mẽ của kênh ETC (Tỷ đồng)



Nguồn: DAV, CTCK Rồng Việt

Năm 2022, tổng giá trị trúng thầu kênh ETC **giảm đáng kể** về mức 42 nghìn tỷ đồng (-11% YoY), trong đó thuốc nội địa và thuốc ngoại lần lượt giảm còn 13,5 nghìn tỷ đồng (-21% YoY) và 28,6 nghìn tỷ đồng (-5% YoY), tương ứng chiếm tỷ trọng 32% và 68%. Điều này tạo nên tình trạng thiếu thuốc trong thời gian dài trên kênh ETC.

Những văn bản pháp luật được ban hành tạo điều kiện khơi thông trong ngắn hạn và phát triển trong dài hạn dành cho kênh bệnh viện.

Giải quyết những vấn đề thiếu thuốc trên kênh bệnh viện, ngay đầu năm 2023 các cơ quan quản lý đã ban hành Nghị quyết 80/2023/QH15, Nghị định 07/2023/ND-CP, Nghị quyết số 30/NQ-CP, Thông tư 06/2023/TT-BYT, Luật khám, chữa bệnh 15/2023/QH15 và Luật đấu thầu 2023 để giải quyết những vấn đề về cả ngắn hạn và dài hạn.

Hoạt động đấu thầu đã trở lại mạnh mẽ, lũy kế 1H2023, tổng giá trị trúng thầu đạt 27,5 nghìn tỷ đồng (+85% YoY), thuốc nội địa và thuốc ngoại lần lượt đạt 7,0 nghìn tỷ đồng (+37 % YoY) và 20,5 nghìn tỷ đồng (+109% YoY).

Bảng 1: Các văn bản pháp luật giải quyết tình trạng thiếu thuốc và thiết bị vật tư y tế tại bệnh viện trong trung hạn

Tên văn bản	Nội dung sửa đổi/bổ sung	Nhận xét
Nghị định 07/2023/NĐ-CP	<ul style="list-style-type: none"> Giấy phép nhập khẩu trang thiết bị y tế đã được cấp từ ngày 1/1/2018 đến ngày 31/12/2021 được tiếp tục sử dụng đến hết ngày 31/12/2024. Bãi bỏ quy định "Không được mua bán trang thiết bị y tế khi chưa có giá kê khai, và không được mua bán cao hơn giá kê khai trên Cổng Thông tin điện tử của Bộ Y tế tại thời điểm mua bán”. 	<p>Nghị định giải quyết các hạn chế, bất cập trong quản lý trang thiết bị y tế:</p> <ul style="list-style-type: none"> Giải quyết tình trạng thiếu TTBYT do giấy phép nhập khẩu hết hạn, trong khi tiến độ cấp mới số lưu hành chưa đáp ứng nhu cầu của xã hội. Kịp thời đáp ứng nguồn cung, giải quyết ách tắc do tồn đọng trang thiết bị y tế nhập khẩu tại các cửa khẩu.
Nghị quyết 80/2023/QH15	Giấy đăng ký lưu hành thuốc, nguyên liệu làm thuốc được tiếp tục sử dụng đến hết ngày 31/12/2024 .	Giải quyết vấn đề thiếu thuốc trên thị trường do có tới hơn 10.000 sản phẩm bị hết thời gian lưu hành.
Nghị quyết 30/2023/NQ-CP	<ul style="list-style-type: none"> Quy định rõ ràng về tổ chức mua sắm, báo giá để các bệnh viện thực hiện. Tháo gỡ nút thắt để bảo hiểm tiếp tục thanh toán các dịch vụ kỹ thuật bằng máy do nhà thầu cung cấp sau khi trúng thầu vật tư, hóa chất theo kết quả lựa chọn nhà thầu. 	Giải quyết vướng mắc liên quan đến các vấn đề về mua sắm vật tư, trang thiết bị y tế nhập khẩu, các nội dung liên quan thanh quyết toán BHYT hoặc những điều kiện để thực hiện đấu thầu theo quy định pháp luật.

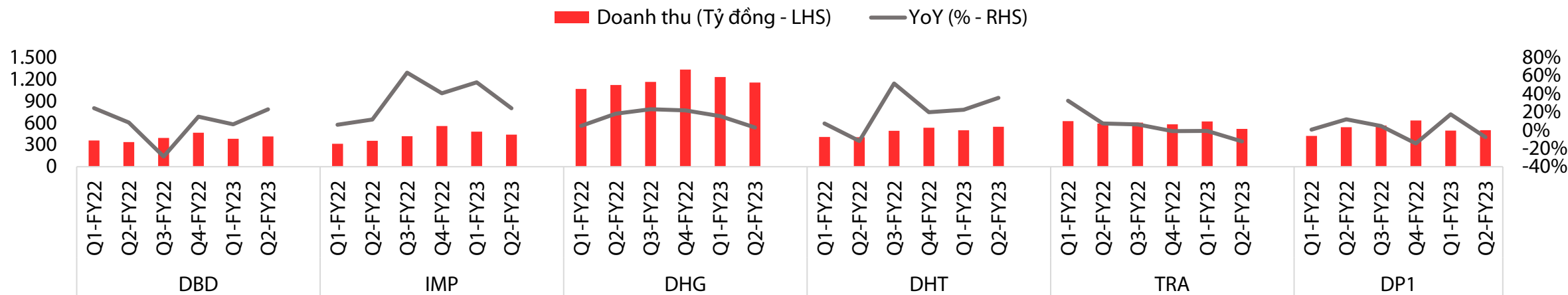
Nguồn: Văn bản pháp luật, CTCK Rồng Việt

Bảng 2: Thông tư 06/2023/TT-BYT, Luật khám chữa bệnh sửa đổi 15/2023/QH15 và Luật đấu thầu 2023 tạo điều kiện phát triển trong dài hạn

Tên văn bản	Nội dung sửa đổi/bổ sung	Nhận xét
Thông tư 06/2023/TT-BYT	<p>Đơn vị tham khảo thông tin của một trong ba tài liệu dưới đây để làm cơ sở xây dựng đơn giá:</p> <ul style="list-style-type: none"> Giá thuốc, dược liệu, vị thuốc cổ truyền trúng thầu theo nhóm tiêu chí kỹ thuật của các cơ sở y tế. Giá trúng thầu tập trung cấp địa phương trong vòng 12 tháng trước. Giá trúng thầu tập trung cấp quốc gia, đàm phán giá còn hiệu lực của thỏa thuận khung được công bố. 	<p>Thông tư mới sẽ tháo gỡ những bất cập về giá thuốc trúng thầu ngày càng giảm trong những năm qua khi giá trúng thầu của năm nay không được cao hơn giá trúng thầu của năm trước đó. Trong khi đó, chi phí đầu vào nguyên liệu API đều có xu hướng tăng qua từng năm tạo áp lực lên giá vốn và biên lãi gộp cho các công ty sản xuất dược phẩm. Thông tư mở ra dư địa để các công ty sản xuất có thể điều chỉnh giá đấu thầu phù hợp với diễn biến thị trường.</p>
Luật khám, chữa bệnh sửa đổi 15/2023/QH15	<p>Bổ sung quy định về tự chủ đối với cơ sở khám, chữa bệnh của Nhà nước. Bổ sung quy định về các hình thức huy động nguồn lực. Cơ sở khám, chữa bệnh được sử dụng nguồn thu hợp pháp hoặc vay vốn để đầu tư công trình hạ tầng, thiết bị y tế; thuê và cho thuê tài sản...</p>	<p>Luật khám, chữa bệnh mới sẽ tạo điều kiện cho các bệnh viện công tự chủ về nguồn vốn để đầu tư cơ sở vật chất để phù hợp với nhu cầu khám bệnh thay vì phải phụ thuộc hoàn toàn vào NSNN như trước đây.</p>
Luật đấu thầu 2023	<p>Luật xây dựng một chương quy định về đấu thầu trong lĩnh vực y tế.</p> <ul style="list-style-type: none"> Quy định cụ thể các trường hợp áp dụng chỉ định thầu, thủ tục lựa chọn nhà thầu. Hoàn thiện quy định về ưu đãi thuốc sản xuất trong nước. 	<ul style="list-style-type: none"> Tăng cường tính tự chủ, tự chịu trách nhiệm của các cơ sở y tế công lập trong việc quyết định mua sắm thuốc, TBYT. Tạo thuận lợi cho hoạt động mua thuốc, TBYT có tính đặc thù, phù hợp với chuyên môn. Đảm bảo quyền lợi cho người bệnh và khuyến khích doanh nghiệp đầu tư sản xuất thuốc chất lượng, đáp ứng tiêu chuẩn cao.

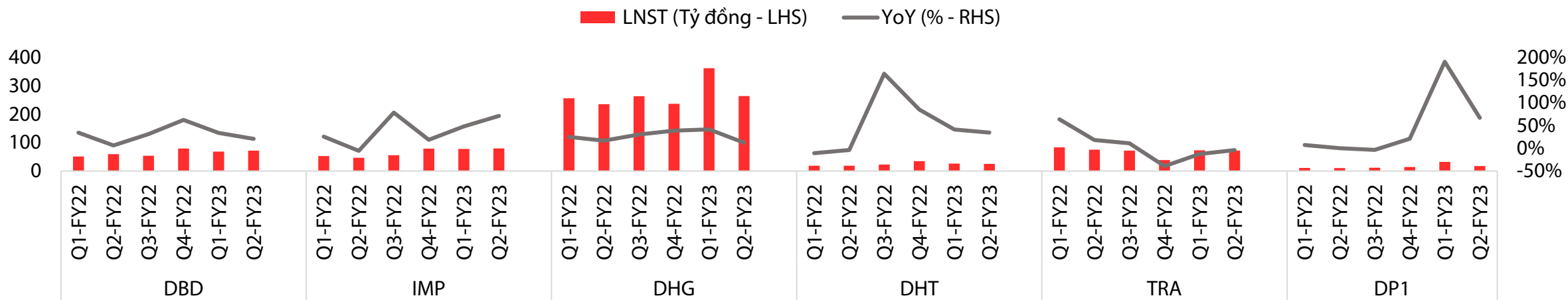
Nguồn: Văn bản pháp luật, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Các công ty có tỷ trọng doanh thu kênh ETC cao đều có sự hồi phục tốt trong năm nay



Nguồn: BCTC các công ty, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Các công ty đều có sự tăng trưởng mạnh mẽ về lợi nhuận trong 1H2023



Nguồn: BCTC các công ty, CTCK Rồng Việt

Cổ phiếu	Vốn hóa	Giá mục tiêu	Giá đóng cửa	Cổ tức tiền mặt 12 tháng tới	Sở hữu NN còn lại %	Tăng trưởng doanh thu %YoY			Tăng trưởng LNST-CĐCTM %YoY			Khả năng sinh lời 2023(%)		P/E		P/B	
	(tỷ đồng)	(VNĐ)	(31/07/2023)			2022A	2023F	2024F	2022A	2023F	2024F	ROE (*)	ROA (*)	Hiện tại*	TB 5 năm	Hiện tại*	TB 5 năm
DBD	3.937	65.800	52.600	2.000	88,9	-0,2	12,6	9,5	28,8	21,4	9,5	19,9	14,2	13,3	17,5	2,7	2,6
IMP	4.754	84.000	71.300	1.000	25,4	29,8	27,5	14,0	16,8	62,8	16,8	15,8	13,1	12,5	22,3	2,1	2,1
DHG	16.082	N.R	123.000	N.A	46,0	16,8	n.a	n.a	26,6	n.a	n.a	26,5	20,7	14,8	17,6	3,6	3,4
DBT	219	N.R	14.000	N.A	0,0	23,3	n.a	n.a	-157,3	n.a	n.a	21,1	5,3	5,2	11,0	1,0	0,9
DHT	2.070	N.R	28.000	N.A	21,9	14,2	n.a	n.a	40,2	n.a	n.a	14,0	7,9	18,9	12,4	2,5	2,6
DCL	1.746	N.R	23.900	N.A	0,0	44,3	n.a	n.a	36,9	n.a	n.a	8,3	5,7	16,5	24,8	N/A	1,6
TRA	3.685	N.R	88.900	N.A	2,7	11,0	n.a	n.a	12,4	n.a	n.a	17,0	14,0	16,5	18,0	2,7	2,8
PBC	1.484	N.R	13.100	N.A	0,0	12,4	n.a	n.a	126,7	n.a	n.a	4,9	2,2	24,7	N.A	1,2	N.A
OPC	1.480	N.R	23.100	N.A	0,0	4,3	n.a	n.a	1,6	n.a	n.a	17,6	10,8	10,6	13,8	N/A	2,2
DVN	5.096	N.R	21.500	N.A	0,0	13,7	n.a	n.a	-58,4	n.a	n.a	2,8	1,4	66,8	30,0	2,0	1,6

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu được lấy tại ngày 31/07/2023.

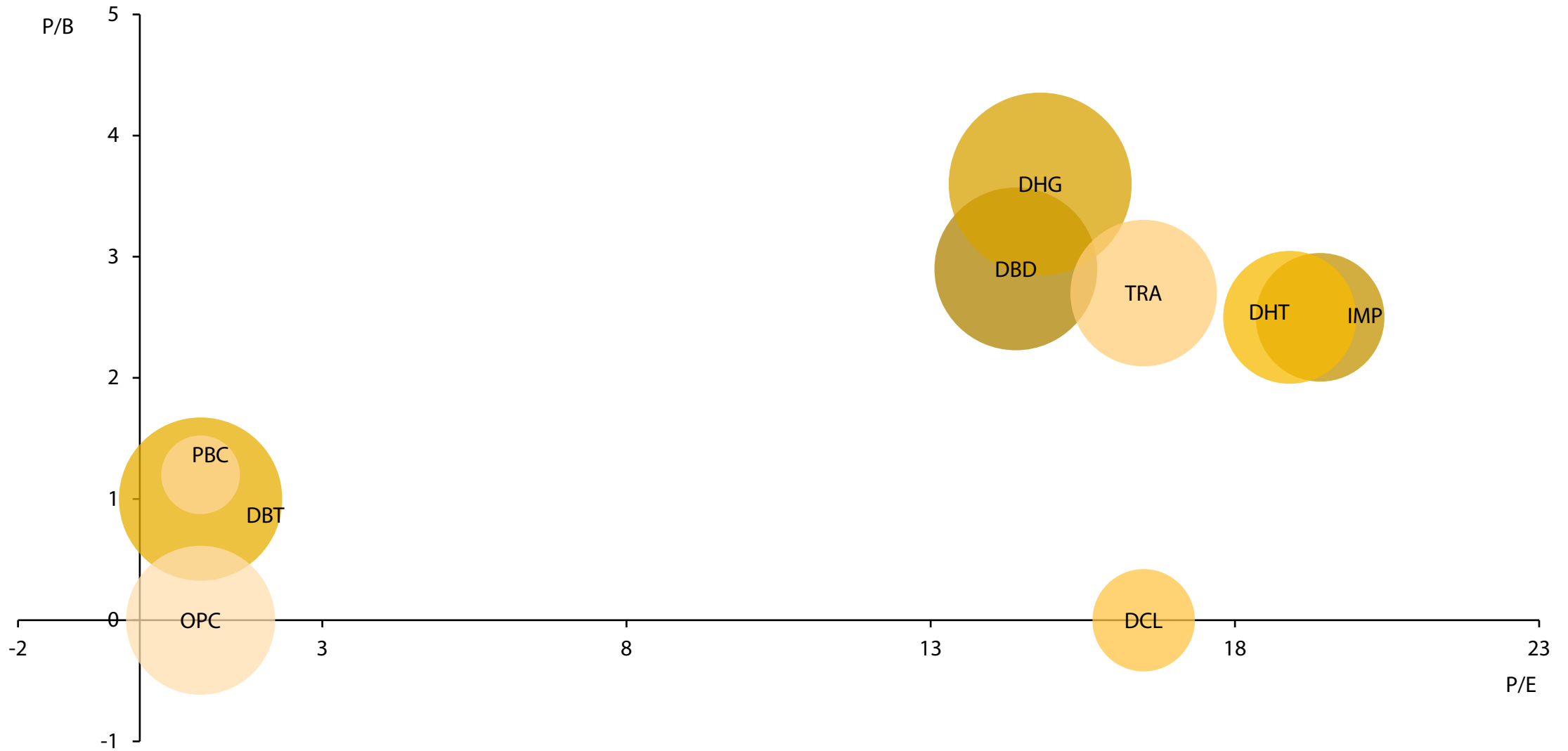
* Đối với những cổ phiếu trong danh mục khuyến nghị: ROE, ROA, P/B, và P/E forward được tính dự phóng dựa trên dự phóng LN 2023

Đối với cổ phiếu được chúng tôi theo dõi: kết quả được cập nhật dựa trên số liệu 4 quý gần nhất

N.R: Không đánh giá

N.A: Không dự phóng hoặc không có dữ liệu

LNST-CĐCTM: Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ



Nguồn: Fiipro, CTCK Rồng Việt. Kích thước bong bóng bằng ROE tương ứng. Giá cổ phiếu ngày 31/07/2023.

MUA: 29%

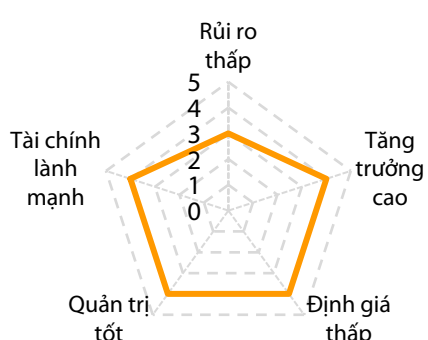
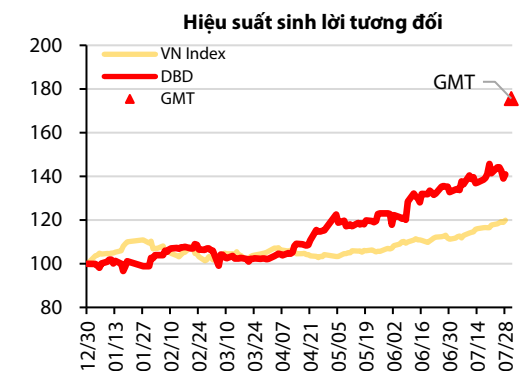
GTT: 52.600

GMT: 65.800

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2022A 2023F 2024F



Ngành	Y tế
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.937
SLCPĐLH (triệu CP)	75
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	102
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	5
SH NĐTNN còn lại (%)	89
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	33,95 - 55,2

Doanh thu (tỷ đồng)	1.555	1.753	1.973
LNST (tỷ đồng)	244	298	333
ROA (%)	12,9	14,5	12,0
ROE (%)	18,1	20,2	20,4
EPS (đồng)	3.257	3.980	4.441
GTSS (đồng)	18.018	19.681	21.768
Cổ tức tiền mặt (đồng)	2.000	2.000	2.000
P/E (x)	12,1	13,4	12,2
P/B (x)	2,2	2,7	2,4

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Dự phóng doanh thu và LNST duy trì tăng trưởng ở mức hai chữ số trong nửa cuối năm 2023.

- Trong môi trường chính sách thuận lợi, tổng giá trị trúng thầu trong 6T2023 đạt 394 tỷ đồng (+37% YoY) là chỉ báo tích cực đảm bảo tăng trưởng cho sáu tháng cuối năm (2H2023). Dự phóng doanh thu kênh ETC 2H2023 đạt 565 tỷ đồng (+13% YoY). Cho năm 2024F, doanh thu kênh ETC là 1.223 tỷ đồng (+18% YoY).
- Dự phóng doanh thu kênh OTC 2H2023 đạt 308 tỷ đồng (+4% YoY). Cho năm 2024F, doanh thu kênh OTC là 634 tỷ đồng (+8% YoY). Doanh thu kênh OTC giảm tốc so với giai đoạn 2020 – 2022. Tăng trưởng kép dự phóng đạt 7% tương đương với mức tăng trưởng của ngành khi số lượng nhà thuốc mở mới chậm lại.

Sự xuất hiện của nhà đầu tư chiến lược sẽ hỗ trợ về tài chính và công nghệ giúp DBD duy trì tăng trưởng trong dài hạn.

- Tổng mức đầu tư lên tới 1.600 tỷ đồng xây dựng hai nhà máy mới thuốc tiêm vô trùng và thuốc viên OSD theo tiêu chuẩn EU – GMP. Với số vốn đầu tư rất lớn, DBD dự kiến sẽ phát hành riêng lẻ cho nhà đầu tư chiến lược 18,7 triệu cổ phiếu, tương đương tỷ lệ 24,97% SLCPĐLH, giá chào bán tối thiểu 50.000 VND/cổ phiếu và dự kiến thu về 1.200 tỷ đồng.
- Nhà đầu tư nước ngoài luôn dành cho các công ty dược một mức định giá ưu đãi. Điều này có thể là chất xúc tác hỗ trợ giá cổ phiếu.

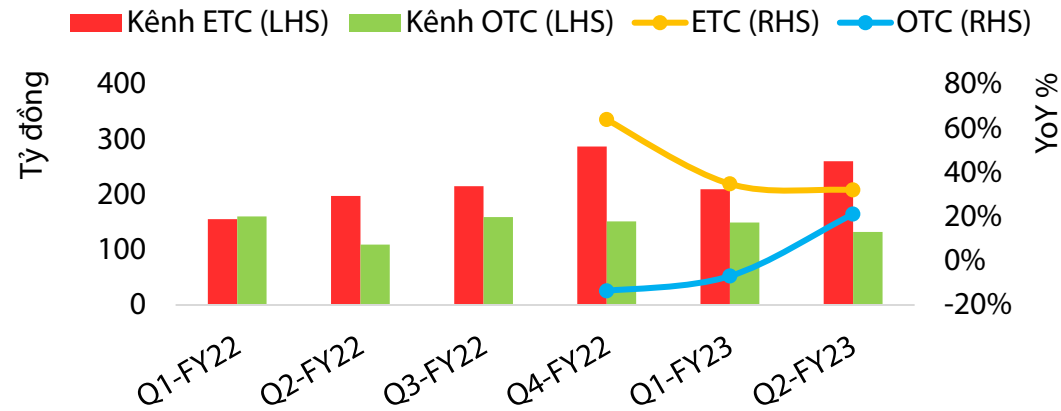
Dự phóng CAGR 4Y của LNST từ 2023F – 2027F đạt 15%, chỉ số Fwd PEG ở mức 0,9x cùng với cổ tức tiền mặt 20%, chúng tôi đánh giá DBD là cổ phiếu hấp dẫn cho đầu tư dài hạn.

- Doanh thu có khả năng duy trì tăng trưởng đều đặn hai chữ số trong 5Y tiếp theo nhờ (1) kênh ETC chiếm tỷ trọng 60% tổng doanh thu được tạo điều kiện phát triển trong dài hạn, (2) hệ thống khách hàng nhà thuốc đủ lớn và mở rộng thêm kênh bán hàng online sẽ thúc đẩy phát triển nhóm sản phẩm chăm sóc sức khỏe.
- Biên lợi nhuận được mở rộng khi dây chuyền thuốc ung thư Nhon Hội đạt tiêu chuẩn EU – GMP.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

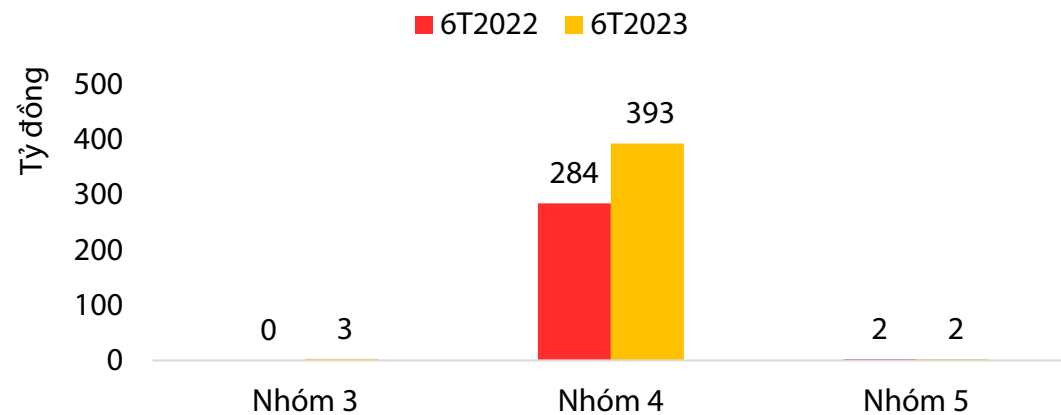
- Phát hành cho cổ đông chiến lược không thành công. Chứng chỉ EU – GMP cho dây chuyền thuốc ung thư chậm hơn so với kế hoạch.

Hình 1: Kênh ETC là động lực tăng trưởng chính của DBD nhờ hưởng lợi ích chung từ những chính sách thuận lợi



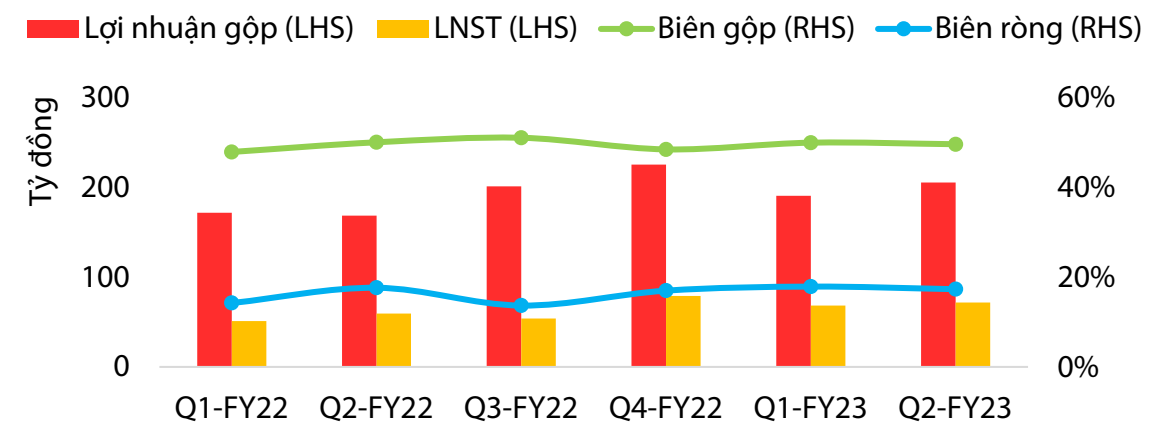
Nguồn: DBD, CTCK Rồng Việt

Hình 3: KQTT 6T2023 của DBD đạt 394 tỷ đồng (+34% YoY) là chỉ báo sớm đảm bảo tăng trưởng kênh ETC trong nửa cuối năm



Nguồn: DAV, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Chốt giá nguyên liệu của nhóm sản phẩm chiến lược đến hết năm 2023, giúp cho biên lợi nhuận duy trì ở mức cao



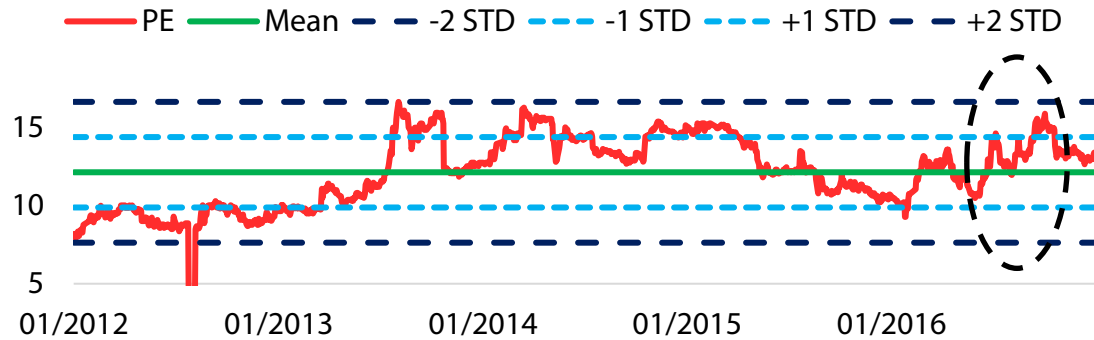
Nguồn: DBD, CTCK Rồng Việt

Bảng 1: Sự xuất hiện của nhà đầu tư nước ngoài là cần thiết, kết hợp cùng DBD xây dựng hai nhà máy theo tiêu chuẩn EU-GMP, có tổng mức đầu tư lên tới gần 1.700 tỷ đồng

Nhà máy	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Vốn huy động (tỷ đồng)	Vốn vay (tỷ đồng)	Công suất nhà máy (triệu sản phẩm/năm)	Dự kiến hoàn thành
Thuốc vô trùng	840	700	140	120	2027
OSD-Non-betalactam	822	235	587	1,3	2027
Tổng	1.662	935	727	N.A	N.A

Nguồn: DBD, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Taisho mua 24,4% cổ phần của DHG lần đầu tiên, thông qua hình thức khớp lệnh/thỏa thuận. Định giá P/E thị trường tương đương mức trung bình 5 năm + 1 lần độ lệch chuẩn



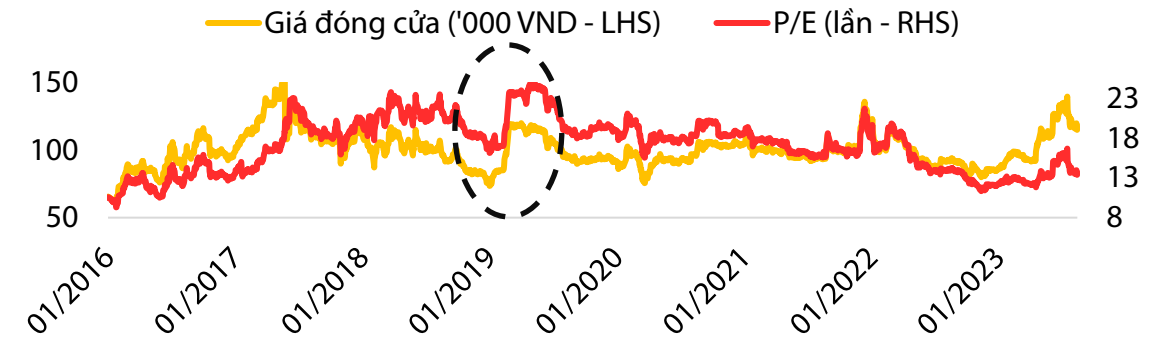
Nguồn: Fiinx, CTCK Rồng Việt

Bảng 2: Chúng tôi xem thương vụ Taisho mua DHG là cơ sở tham chiếu khi hai công ty tương đồng trong chỉ số tài chính...

Chỉ tiêu	DHG		DBD	
	FY2016 (*)	FY2017	FY2022 (*)	FY2023F
Biên LNG (%)	45,3	43,9	49,4	50,7
Biên LNST (%)	18,2	15,8	15,7	17,0
ROA (%)	18,8	16,0	12,9	14,5
Đòn bẩy tài chính (x)	1,3	1,4	1,4	1,4
ROE (%)	23,7	22,9	18,1	20,2
P/E (x)	15,1	18,2	11,7	16,5 (**)
P/B (x)	3,3	3,9	2,1	3,3 (**)

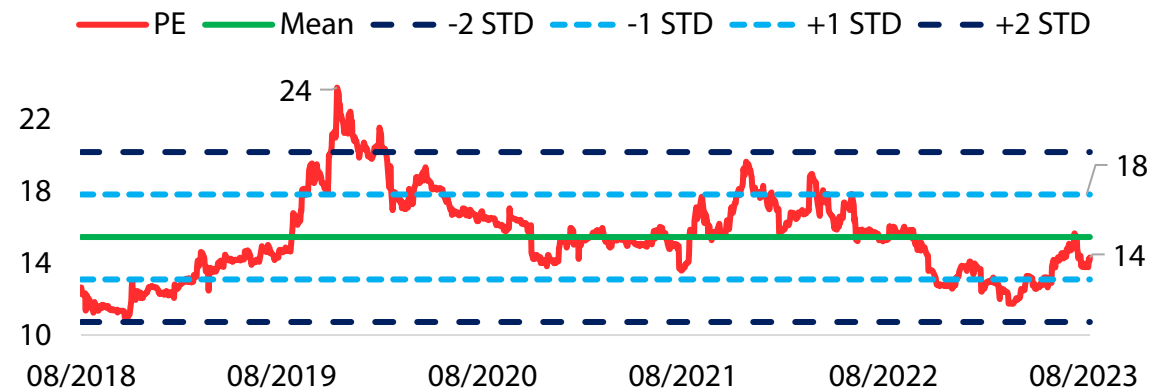
Nguồn: Fiinx, CTCK Rồng Việt, (*) BCTC năm gần nhất với thời điểm có sự tham gia của đối tác chiến lược nước ngoài, (**) Chỉ số định giá tại giá mục tiêu

Hình 5: Mức định giá tăng nhanh trong lần Taisho chào mua công khai cổ phiếu DHG. Nhận thấy, những lần “thu gom” của khối ngoại là chất xúc tác tốt đối với giá cổ phiếu



Nguồn: Fiinx, CTCK Rồng Việt

Hình 6: ... và kỳ vọng thị trường có sự điều chỉnh về định giá dành cho DBD khi phát hành riêng lẻ cho cổ đông chiến lược thành công. Chúng tôi cho rằng, PE trượt 12 tháng đang tương đối hấp dẫn



Nguồn: Fiinx, CTCK Rồng Việt

MUA: 19%

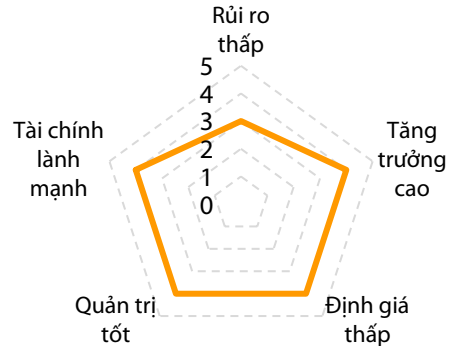
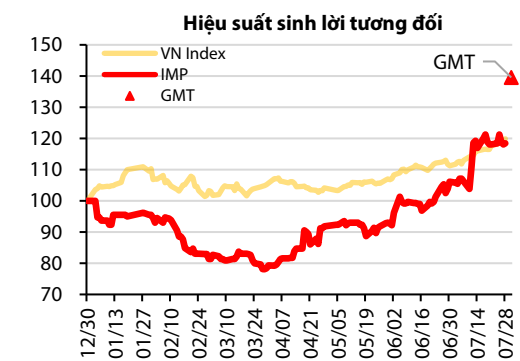
GTT: 71.300

GMT: 84.000

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2022A 2023F 2024F



Ngành	Y tế
Vốn hóa (tỷ đồng)	4.754
SLCPĐLH (triệu CP)	67
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	20
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	1
SH NĐTNN còn lại (%)	25,4
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	43,5 - 75

Doanh thu (tỷ đồng)	1.644	2.095	2.389
LNST (tỷ đồng)	234	381	445
ROA (%)	10,2	14,5	14,4
ROE (%)	12,3	17,0	17,2
EPS (đồng)	3.087	4.858	5.671
GTSS (đồng)	28.556	33.629	38.797
Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.000	1.000	1.500
P/E (x)	19,5	14,7	12,6
P/B (x)	2,1	2,1	1,8

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Kênh ETC là động lực tăng trưởng chính trong 6T2023 khi khởi thông tắc nghẽn thuốc tại bệnh viện.

- Trong 6T2023, doanh thu kênh ETC và OTC lần lượt đạt 379 tỷ đồng (+120% YoY) và 523 tỷ đồng (+9% YoY). Tăng trưởng mạnh mẽ từ sự hồi phục của kênh ETC so với mức nền thấp của năm 2022. Trong khi đó kênh OTC đã giảm tốc trong Q2-FY23 khi nỗi lo về dịch COVID đã qua đi.

Môi trường chính sách thuận lợi giúp nâng cao công suất các nhà máy tiêu chuẩn EU – GMP.

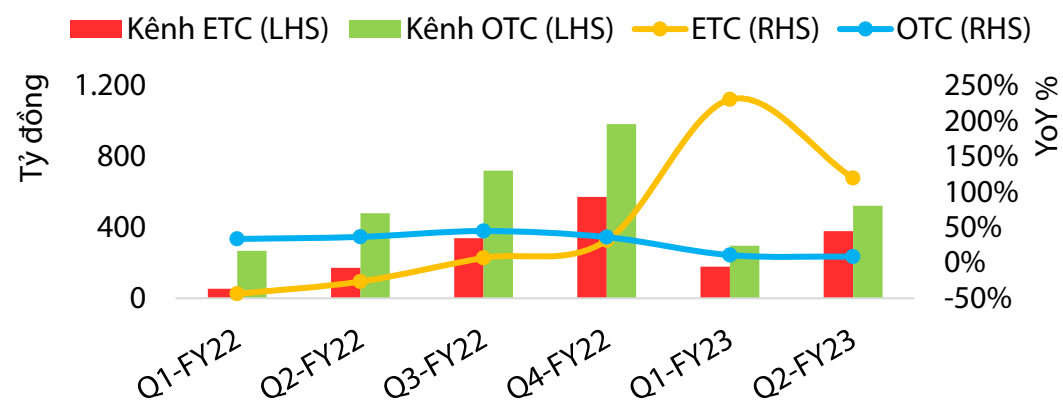
- Công suất nhà máy IMP 2 sau ba năm đầu hoạt động với công suất thấp do dịch COVID-19, hiện nay công suất nhà máy đã tăng lên tới 40% từ mức 10%. Đồng thời, nhà máy IMP 4 mới sản xuất thương mại trên dây chuyền tiêu chuẩn EU – GMP đã trúng thầu được 80 tỷ đồng trong 6T2023. Cho nửa cuối năm 2023, doanh thu dự báo sẽ giảm tốc trên kênh ETC, đạt 587 tỷ đồng (+46% YoY). Kênh ETC tăng trưởng chậm do không còn hiệu ứng nền thấp trong nửa cuối năm 2023, nhưng vẫn tăng trưởng 56% so với nửa đầu 2023 do tính chất chu kỳ của ngành dược. Tổng giá trị trúng thầu 6T2023 các nhà máy IMP 2, 3, 4 đạt 477 tỷ đồng (+58% YoY) như một chỉ báo sớm cho sự tăng trưởng trên kênh ETC.
- Dự phóng doanh thu kênh OTC sẽ tăng trưởng tương đương với mức tăng trưởng chung của ngành, doanh thu nửa cuối 2023 đạt 543 tỷ đồng (+8% YoY).

Định giá. Cho năm 2023F, dự phóng LNST đạt 381 tỷ đồng (+63% YoY). PE forward 2023F là 14,7x, thấp hơn so với mức trung vị 5 năm là 27%. Mức định giá hiện tại vẫn còn đủ hấp dẫn trong bối cảnh ngành dược tiếp tục được hưởng lợi từ chính sách trong năm 2024.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

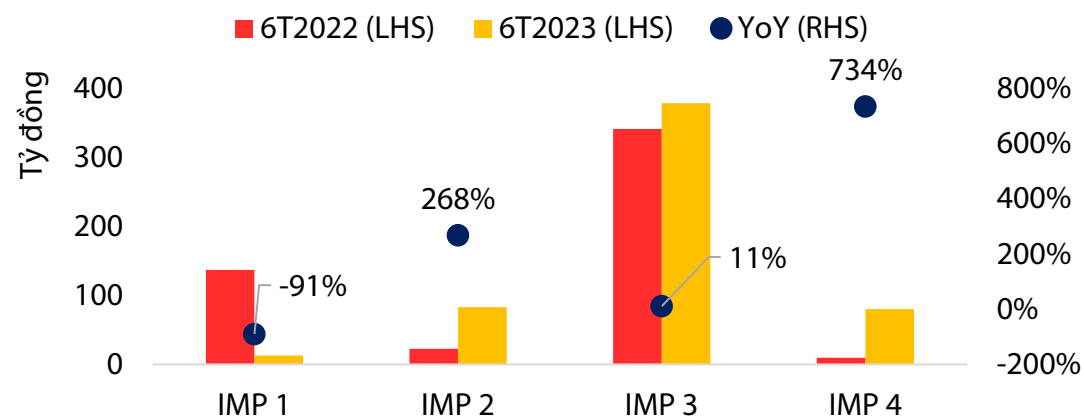
- Rủi ro chi phí nguyên liệu đầu vào tăng cao.
- Mặc dù trúng được nhiều gói thầu giá trị lớn nhưng tỷ lệ thực hiện gói thầu ở mức thấp.

Hình 1: Doanh thu tăng trưởng đột biến trong 6T2023 nhờ động lực từ kênh ETC, kênh bán hàng có mức nền thấp vào năm trước



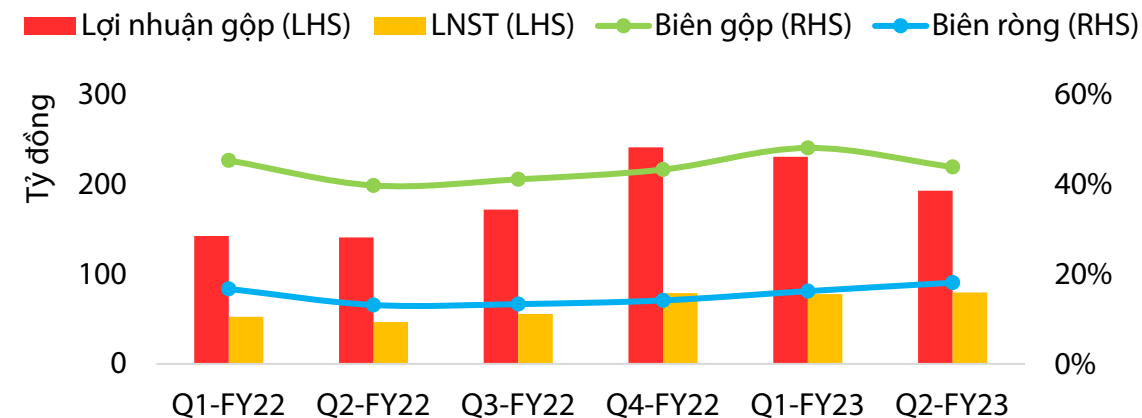
Nguồn: IMP, CTCK Rông Việt

Hình 3: Tăng trưởng về giá trị trúng thầu của ba nhà IMP 2, 3, 4 đạt tiêu chuẩn EU-GMP là chỉ báo sớm cho sự tăng trưởng kênh ETC



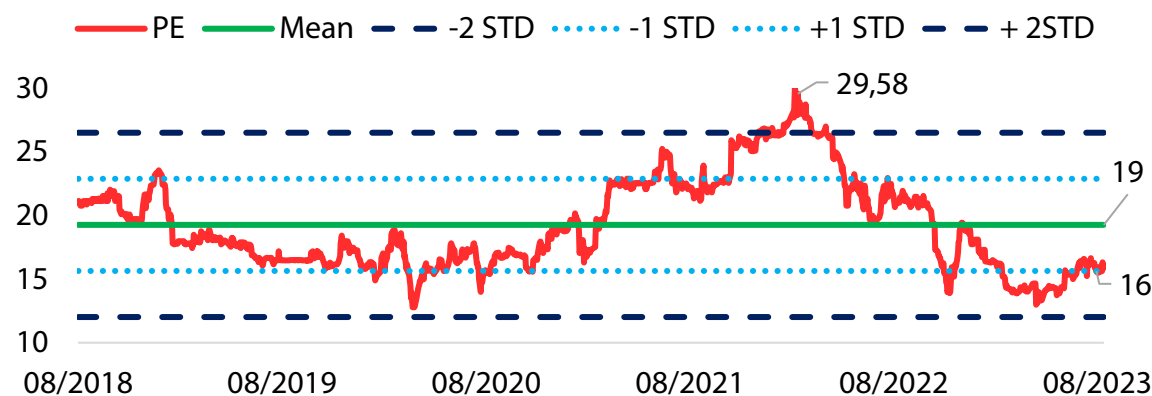
Nguồn: DAV, CTCK Rông Việt

Hình 2: Biên gộp mở rộng đáng kể trong 6T2023 nhờ IMP tập trung vào các sản phẩm chủ lực. Đồng thời, SK hỗ trợ tái cơ cấu tổ chức quản lý để tối ưu vận hành, giúp biên LNST cũng được mở rộng



Nguồn: IMP, CTCK Rông Việt

Hình 4: IMP xứng đáng với mức định giá PE cao hơn trong bối cảnh chính sách thuận lợi, hỗ trợ tăng trưởng trong dài hạn



Nguồn: Fiinx, CTCK Rông Việt

QUAN SÁT

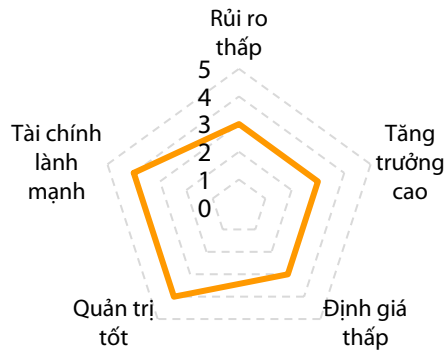
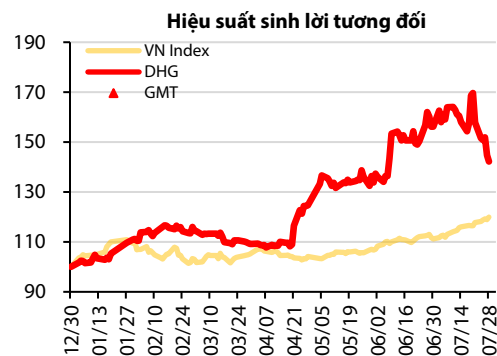
GTT: 123.000

GMT: N/A

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2020A 2021A 2022A



Ngành	Y tế
Vốn hóa (tỷ đồng)	16.082
SLCPĐLH (triệu CP)	131
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)	61
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	7
SH NĐTNN còn lại (%)	46,0
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	78 - 140

Doanh thu (tỷ đồng)	1.644	2.095	2.389
LNST (tỷ đồng)	234	381	445
ROA (%)	10,2	14,5	14,4
ROE (%)	12,3	17,0	17,2
EPS (đồng)	3.087	4.858	5.671
GTSS (đồng)	28.556	33.629	38.797
Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.000	1.000	1.500
P/E (x)	19,5	14,7	12,6
P/B (x)	2,1	2,1	1,8

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Dù tốc độ tăng trưởng nhanh trong nửa đầu 2023, nhưng thị phần kênh OTC dự báo giảm tốc khiến lợi nhuận tăng trưởng chậm trong nửa cuối 2023.

- Phần lớn doanh thu của DHG đến từ kênh OTC với tỷ trọng lên tới 87% hàng sản xuất. Trong 6T2023, doanh thu và LNST lần lượt là 2.154 tỷ đồng (+11% YoY) và 624 tỷ đồng (+27% YoY). LNST ấn tượng đến trong Q1-FY23 bởi (1) doanh thu tăng trưởng khi quan ngại COVID quay trở lại và (2) giảm bớt chính sách hỗ trợ hoa hồng cho nhà thuốc trong giai đoạn COVID. Tốc độ tăng trưởng đã chậm lại ở trong Q2-FY23 bởi chi phí bán hàng tăng lên, giai đoạn diễn ra các sự kiện triển lãm, hội thảo, quảng bá sản phẩm, có tính chất thường niên.

Trong dài hạn, dư địa tăng trưởng doanh thu trên kênh ETC là rất lớn.

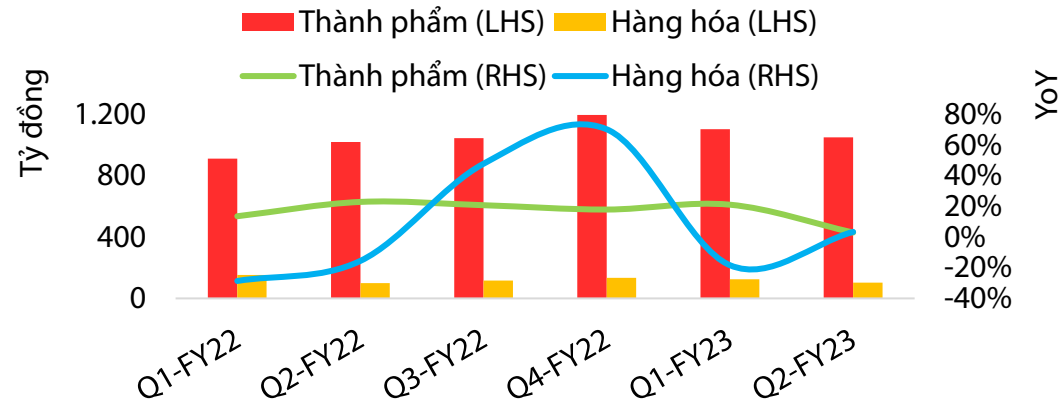
- Trong bối cảnh môi trường chính sách thuận lợi, DHG còn nhiều dư địa để tăng trưởng trên kênh ETC. Năm 2022, tỷ trọng doanh thu kênh bệnh viện đạt 508 tỷ đồng (+33% YoY), chiếm tỷ 13% doanh thu hàng sản xuất. DHG đặt mục tiêu gia tăng tỷ trọng doanh thu trên kênh ETC lên 20% trong năm 2023.
- Nhóm kháng sinh và giảm đau hạ sốt chiếm tỷ trọng trên 50% hàng sản xuất, vì vậy DHG cần phải đầu tư tiêu chuẩn cao nhà máy Betalactam (kháng sinh) để duy trì phát triển và giữ vững sự tăng trưởng của các sản phẩm trụ cột. Đồng thời, kênh OTC có dấu hiệu bão hòa trong những năm trở lại đây khiến cho thị phần trên kênh OTC của DHG khó có thể bứt phá. Triển khai xây dựng nhà máy Betalactam sẽ gia tăng khả năng cạnh tranh trên kênh ETC, vốn còn nhiều tiềm năng để tăng trưởng.

Thị trường xuất khẩu nhiều tiềm năng. Doanh thu xuất khẩu năm 2022 đạt 117 tỷ đồng (+36% YoY), tốc độ tăng trưởng kép 5Y đạt 19%. Sự hỗ trợ của Taisho (công ty dược phẩm có thị phần lớn nhất kênh OTC tại Nhật Bản) sẽ giúp DHG tiến xa hơn ở thị trường quốc tế.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

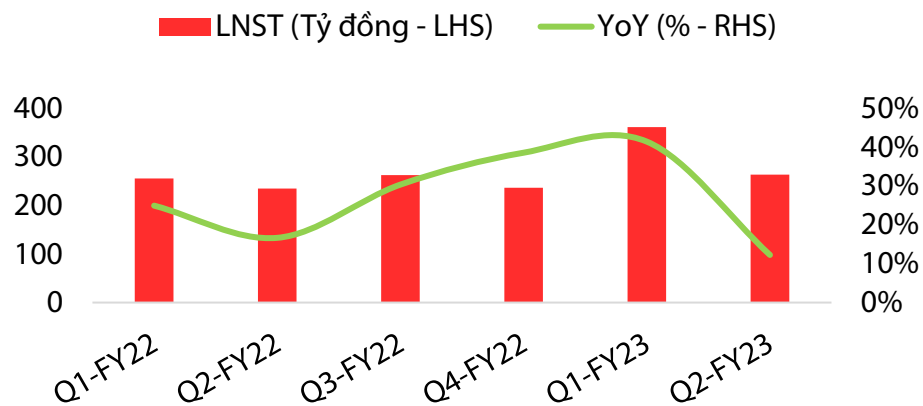
- Khai thác hai thị trường kênh ETC và xuất khẩu không đạt được kỳ vọng.

Hình 1: Doanh thu tăng trưởng mạnh 21% YoY trong Q1-FY23 do lo ngại về dịch COVID trở lại, và giảm tốc khi mọi thứ đi qua



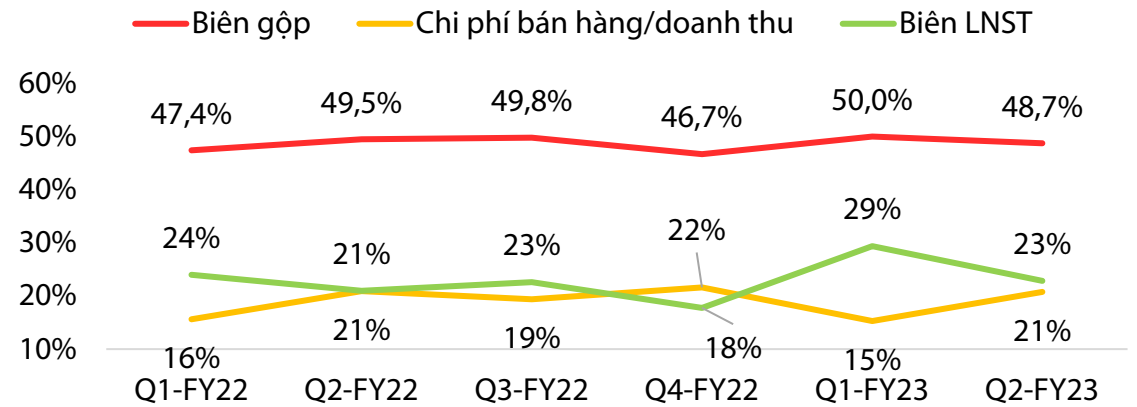
Nguồn: DHG, CTCK Rồng Việt

Hình 3: LNST không còn duy trì được đà tăng trưởng. Xu hướng này có thể sẽ tiếp diễn bởi doanh thu được dự báo sẽ giảm tốc



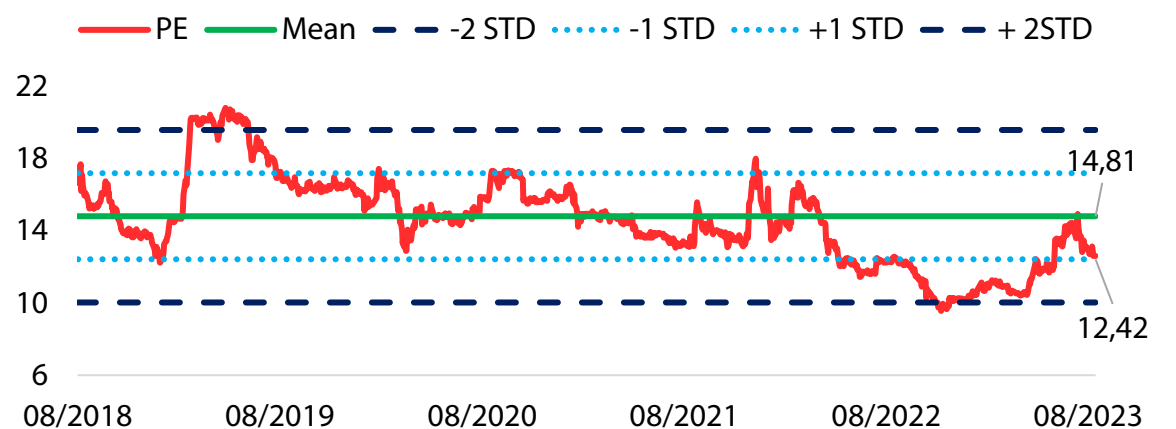
Nguồn: DHG, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Chi phí bán hàng tăng thu hẹp biên LNST. Hoạt động hội thảo, triển lãm quảng bá sản phẩm diễn ra thường niên trong quý 2



Nguồn: DHG, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Đứng trước dự báo tăng trưởng giảm về mức một chữ số, cổ phiếu DHG có nhịp điều chỉnh về vùng định giá thấp hơn



Nguồn: Fiinx, CTCK Rồng Việt

KHỐI PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Nguyễn Thị Phương Lam

Head of Research

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

Lê Tự Quốc Hưng

Analyst

hung.ltq@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Thị trường
- Bất động sản KCN

Nguyễn Hà Trinh

Senior Consultant

trinh.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

Bùi Đặng Cát Khánh

Assistant

khanh.bdc@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

Trần Hà Xuân Vũ

Senior Manager

vu.thx@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1512)

- Dầu khí
- Phân bón

Nguyễn Hồng Loan

Analyst

loan.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

- Bán lẻ
- Thủy sản
- Thực phẩm & Đồ uống

Bernard Lapointe

Senior Consultant

bernard.lapointe@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

Đỗ Thanh Tùng

Manager

tung.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Hàng không
- Logistics
- Thị trường

Nguyễn Đặng Chính

Analyst

chinh.nd@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Ngân hàng

Trần Thị Hà My

Senior Consultant

my.tth@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

Nguyễn Thị Ngọc An

Senior Analyst

an.ntn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

- Thực phẩm & Đồ uống
- Ô tô & Phụ tùng

Cao Ngọc Quân

Analyst

quan.cn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (2223)

- Cảng biển
- Dược

Lê Kim Ngân

Analyst

ngan.lk@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Dầu khí
- Phân bón

Đỗ Thạch Lam

Senior Analyst

lam.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Bất động sản

Trịnh Thị Thu Hoài

Analyst

hoai.ttt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Dệt may
- Tiện ích công cộng

Trần Thị Ngọc Hà

Assistant

ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

 Tầng 1 đến 8 Toà nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh



www.vdsc.com.vn

