

Ngành DƯỢC PHẨM Triển vọng ngành Dược 2019: Siết chặt cho dài hạn

Đánh giá TRUNG LẬP

Nội dung

1. **Kênh OTC giảm tốc**
2. **Giá thầu ETC siết chặt, đòi hỏi chất lượng cao hơn**
3. **Tá dược đầu vào tăng mạnh, biên lợi nhuận gộp thu hẹp**
4. **Các nhân tố rủi ro**
5. **Cổ phiếu theo dõi**
6. **Cổ phiếu khuyến nghị**

Cổ phiếu khuyến nghị

DHG: TRUNG LẬP (77,800đ / 0.4%)

	2018F	2019F	2020F
PE (x)	19.3	17.5	16.1
PB (x)	3.6	3.4	3.1
EV/EBITDA (x)	14.8	13.7	12.9
DY (%)	3.7%	3.7%	3.7%
EPS (VND)	4,167	4,591	4,999
BPS (VND)	22,181	23,772	25,771

- Công ty dược phẩm Việt Nam số 1 với kênh phân phối rộng nhất.
- Kênh tiêu thụ OTC ngày càng giảm tốc
- Định giá P/E cao hơn triển vọng tăng trưởng & các công ty cùng ngành

Nguyễn Hoàng Hà

(+84-28) 3914 8585 - Ext: 1463

ha.nh@kisvn.vn

www.kisvn.vn

Quan điểm đầu tư:

- **Kênh OTC tiếp tục giảm tốc.** Sự kết hợp của chính sách bảo hiểm y tế (BHYT) thành công – phủ 87% dân số Việt Nam, số lượng bệnh viện tư nhân tăng mạnh và nhận thức sức khỏe ngày càng cao của người dân, doanh số bán thuốc không kê đơn qua kênh nhà thuốc (OTC) trước đây sẽ thu hẹp dần, nhường chỗ cho kênh điều trị (ETC) tăng tốc trong những năm tới. Dù vậy, vẫn có đâu đó những phân khúc tiềm năng trong kênh OTC cho những công ty dược uy tín, chẳng hạn như thực phẩm chức năng và dược mỹ phẩm.
- **Các công ty dược phẩm chất lượng cao sẽ vượt lên mạnh mẽ hơn giữa bối cảnh kênh ETC siết chặt giá đấu thầu & chất lượng.** Mặc cho xu hướng chuyển dịch thuận lợi hơn cho kênh ETC, phương pháp đấu thầu riêng lẻ/chỉ định thầu thông thường trước đây sẽ không còn dễ dàng nữa. Qua chính sách đấu thầu công khai minh bạch, văn phòng Chính phủ đặt mục tiêu siết chặt giá thuốc thông qua: (1) đấu thầu tập trung quốc gia cho 5 nhóm thuốc generics (2) đàm phán giá cho các biệt dược gốc. Hơn nữa, quy định chặt hơn về sản xuất tốt (GMP), nguyên liệu đầu vào, và ngay cả lịch sử xuất khẩu – lưu hành thuốc ở những nước phát triển sẽ giúp thị trường minh bạch và cô đặc hơn vào các công ty Dược uy tín lớn.
- **Sự phụ thuộc lâu dài vào nguồn tá dược (API) của Trung Quốc đang phản pháo lại nhiều công ty Dược nội địa.** Kể từ giữa 2018, giá API nhập khẩu từ Trung Quốc đã tăng đáng kể từ 15% đến 80%, giữa bối cảnh Chính phủ nước này đã đóng cửa hàng loạt các nhà máy sản xuất API gây ô nhiễm môi trường. Trên quan điểm của chúng tôi, với tình hình cạnh tranh hiện tại, việc các công ty Dược chuyển chi phí sang người tiêu dùng gần như là không thể, do đó biên lợi nhuận gộp của nhóm này dự kiến sẽ thu hẹp 2% đến 5%. Tuy nhiên, các nhà sản xuất Dược chất lượng cao với nguồn đầu vào từ đối tác nước ngoài, sẽ bị ảnh hưởng ít hơn và có cơ hội để gia tăng thị phần.

Rủi ro:

- Tình hình vĩ mô và nhu cầu tiêu thụ có thể diễn biến tệ hơn dự kiến.
- Mức độ cạnh tranh với các công ty Dược đa quốc gia, rủi ro giá đấu thầu bị siết chặt và chiếm dụng vốn từ các bệnh viện có thể nghiêm trọng hơn đối với các công ty Dược tập trung vào kênh ETC.
- Tác động từ việc tăng giá API đột ngột có thể kéo dài vì các nguồn nguyên liệu từ Ấn Độ hay các quốc gia khác không đủ cạnh tranh bằng.

Kết luận:

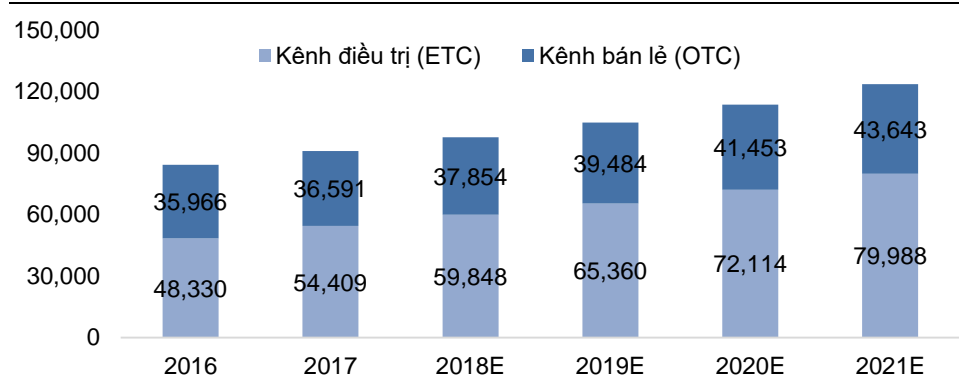
- Mặc dù triển vọng ngành Dược Việt Nam tương đối không tích cực cho năm 2019 và thậm chí cả năm 2020, chúng tôi tin rằng việc siết chặt trong ngắn hạn sẽ giúp thị trường tốt đẹp hơn. Đấu thầu thuốc qua hệ thống công lập ngày càng minh bạch, sự gia tăng trong nhận thức về sức khỏe và sự ảnh hưởng ít hơn từ tá dược Trung Quốc sẽ tạo ra một ngành Dược lành mạnh. Như vậy, những công ty đầu ngành nào có thể tìm cách để trụ lại được, sẽ vượt lên mạnh mẽ và hợp nhất thị phần.
- Do đó, chúng tôi đưa ra quan điểm **TRUNG LẬP** và không có cổ phiếu nào được khuyến nghị.

1. Hệ thống mại bán lẻ tiếp tục giảm tốc

Thị trường dược phẩm có sự chuyển dịch cơ cấu kênh phân phối khá quan trọng khi mức tiêu thụ của kênh bán lẻ (OTC) ngày càng bị thu hẹp, nhường chỗ cho kênh điều trị (ETC) phát triển nhanh chóng.

Theo nghiên cứu của tổ chức uy tín IMS Health, tiêu thụ thuốc của Việt Nam ở kênh OTC chỉ tăng nhẹ 3.6% CAGR trong 5 năm tới, giảm tỷ trọng trong tổng tiêu thụ ngành Dược xuống còn 35% vào năm 2021. Thay vào đó, doanh số kênh ETC được dự phóng tăng trưởng mạnh 10.6% CAGR – và sẽ chiếm chủ đạo 65% thị trường Dược phẩm đến 2021.

Hình 1. Dự phóng thị trường tiêu thụ dược phẩm theo kênh phân phối (tỷ đồng)



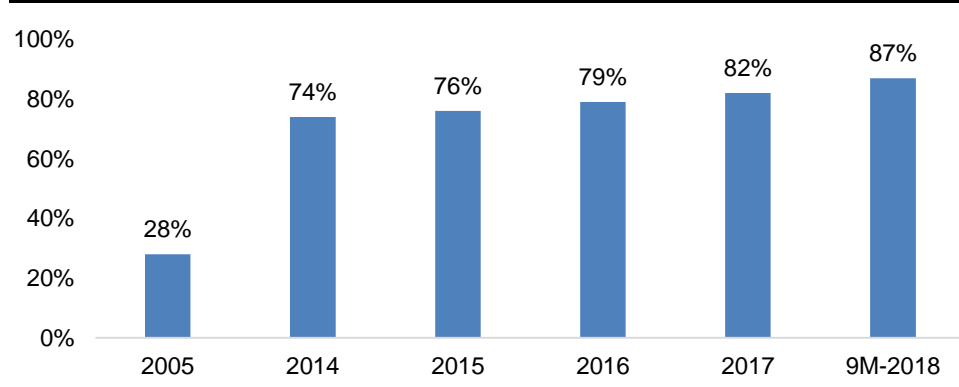
Nguồn: IMS Health

Sự chuyển dịch cơ cấu này đến từ 3 nguyên nhân chính sau:

1.1. Sự thành công của chính sách Bảo hiểm xã hội

Thứ nhất, chính sách bảo hiểm y tế (BHYT) toàn dân của Chính phủ đã thành công mỹ mãn. Từ mức 28% toàn dân cuối năm 2005 lên mức 74% năm 2014, và hiện tại đạt mức gần 90% dân số. Theo số liệu của Bảo hiểm xã hội Việt Nam tháng 07/2018, người dân ngày càng được tiếp cận nhiều hơn đến hệ thống y tế công lập, dẫn đến việc chi tiêu thuốc cho khu vực này sẽ ngày càng chiếm chủ đạo trong tương lai.

Hình 2. Tỷ lệ người tham gia bảo hiểm xã hội tại Việt Nam



Nguồn: Bảo hiểm xã hội Việt Nam

1.2. Sự phát triển mạnh mẽ của khối bệnh viện tư nhân

Thứ hai, sự phát triển mạnh mẽ của khối bệnh viện tư nhân cũng góp phần gia tăng chi tiêu thuốc trong khối điều trị. Sau hơn một thập kỷ, số bệnh viện tư nhân hiện tại đã tăng gấp 4 lần, lên 175 đơn vị vào cuối năm 2017.

Nhờ vào chính sách miễn giảm thuế thu nhập doanh nghiệp cho các bệnh viện tư (0% trong 4 năm đầu, 10% cho những năm sau), cộng với xu hướng bảo hiểm tự nguyện từ các gói bảo hiểm y tế bán cho người lao động trong doanh nghiệp ngày càng phát triển, đã thúc đẩy làn sóng đầu tư mạnh mẽ vào khu vực này. Trong số đó, ngoài những thương hiệu nội địa nổi tiếng như Hoàn Mỹ, VinMec, còn có rất nhiều nhà đầu tư FDI đến từ Pháp, Hoa Kỳ, Nhật Bản, Singapore đang đầu tư khá quyết liệt như Navis Capital, Franco-Vietnamese Hospital.

Các bệnh viện tư nhân hiện nắm giữ 13.7% thị phần và con số này được cho là sẽ tăng trong tương lai khi nhà nước đẩy nhanh việc cổ phần hóa và thoái vốn của các doanh nghiệp nhà nước.

1.3. Nhận thức về sức khỏe ngày càng được nâng cao

Cuối cùng, sự tăng cường nhận thức về sức khỏe sẽ làm nhiều người đến bệnh viện hơn. Thói quen của người Việt khi mua thuốc ở các hiệu thuốc mà không có toa thuốc từ bác sĩ đã khiến nạn thuốc giả ngày càng phổ biến (thuốc giả có thể bị nhiễm bẩn; chứa những thành phần sai hoặc không chứa hoạt chất). Một cuộc khảo sát của Bộ Y tế cho thấy 91% các nhà thuốc bán kháng sinh mà không cần kê đơn từ bác sĩ.

Tuy nhiên, theo quan điểm của chúng tôi, tình trạng này sẽ dần thay đổi khi nhận thức bảo vệ sức khỏe của người dân ngày càng tăng cao tương ứng với thu nhập của họ. Với việc kênh bán lẻ OTC của thị trường Việt Nam hiện đang bị chi phối chủ yếu bởi 70,000 nhà thuốc nhỏ lẻ - vốn không rõ ràng về nguồn gốc xuất xứ của thuốc và trình độ của dược tá bán hàng chưa được kiểm chứng, người tiêu dùng sẽ ngày càng hạn chế việc mua thuốc không kê đơn như thói quen cũ.

1.4. Cơ hội cho phân ngành thực phẩm chức năng và dược mỹ phẩm

Dù thị trường bán lẻ Dược phẩm OTC có xu hướng thu hẹp như phân tích trên của chúng tôi, thị trường tiêu thụ thực phẩm chức năng (TPCN) của Việt Nam lại có tốc độ tăng trưởng phi mã. Theo số liệu thống kê của Euromonitor International, quy mô thị trường TPCN của Việt Nam năm 2017 trị giá 12,153 tỷ đồng, tăng trưởng trung bình 13.4% CAGR trong 5 năm vừa qua.

Với xu hướng tăng trưởng thu nhập của đại bộ phận dân cư thành thị, nhận thức về ngoại hình/sức khỏe ngày càng gia tăng nhờ sự phát triển của mạng xã hội, thị trường TPCN được dự đoán sẽ tiếp tục bùng nổ, và sẽ sớm chiếm tỷ trọng lớn trong doanh số tiêu thụ Dược phẩm của Việt Nam trong 5-10 năm tới tương tự như các nước phát triển (50-60% tổng thị trường OTC)

Ngoài các TPCN bổ sung vitamin/dưỡng chất /hỗ trợ thể thao phổ biến, người tiêu dùng đang đặc biệt ưa thích các sản phẩm dược mỹ phẩm hữu cơ liên quan đến chăm sóc da, da mặt và chăm sóc cá nhân khác. Với tiêu chuẩn chất lượng cao hơn trong bối cảnh công nghiệp TPCN đang khá hỗn loạn, chúng tôi tin rằng đây là cơ hội

lớn cho các công ty dược phẩm nội địa trong phân ngành này. Hiện đã có một số công ty bắt đầu hoạt động R&D và tiếp thị, như các sản phẩm chăm sóc da của DHG hợp tác với công ty Dược Taisho Nhật Bản. Hay các doanh nghiệp nước ngoài như L'Oreal cũng đang đẩy mạnh các thương hiệu dược mỹ phẩm Vichy và La Roche-Posay trên kênh thương mại điện tử.

2. Đấu thầu ETC: Siết chặt giá, yêu cầu chất lượng cao hơn

Mặc dù có sự chuyển dịch tích cực sang kênh điều trị (ETC), yêu cầu về đấu thầu tại Việt Nam bây giờ lại không còn dễ dàng cho mọi công ty Dược như trước. Với mục tiêu giảm giá thuốc khu vực bệnh viện công lập cũng như giữ cho mức lạm phát thấp đến năm 2020, Phó Thủ tướng Vương Đình Huệ đã đẩy mạnh chính sách đấu thầu công khai, minh bạch qua Nghị quyết số 59/2016 được ban hành bởi Văn phòng Chính phủ. Hơn nữa, sau scandal thuốc điều trị ung thư giả của VN-Pharma, Chính phủ buộc phải ra tay siết chặt khu vực ETC công vốn còn nhiều hỗn loạn với tình trạng đấu thầu “quân xanh quân đỏ”, kê giá thuốc vô cùng phổ biến trước đây.

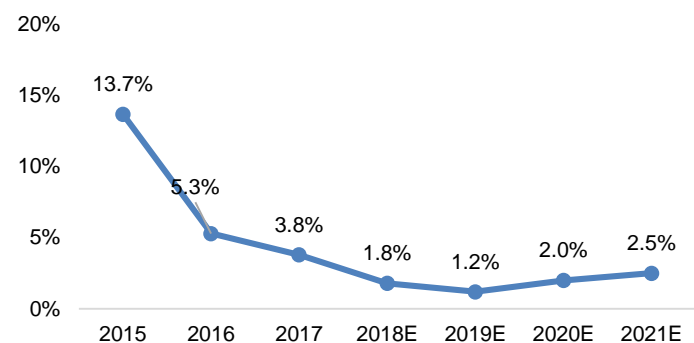
Cụ thể, thay vì ủy quyền cho mỗi bệnh viện công tự tổ chức đấu thầu hoặc thu mua thuốc như trước đây, quy định đấu thầu giờ đây được phân làm 3 cấp: đấu thầu tập trung Quốc gia, đấu thầu tỉnh và đấu thầu ở từng bệnh viện. Vào đầu năm 2017, Bộ Y Tế thành lập pháp nhân Trung tâm Mua sắm tập trung thuốc Quốc gia (TTMSTTTQG) để thực hiện đấu thầu tập trung Quốc gia với 20 loại generics phổ biến nhất làm thử nghiệm, phối hợp với Bảo Hiểm Xã Hội (BHXH) Việt Nam, và giám sát bởi Cục A83 của Bộ Công An.

Chiếm đến hơn 85% thị phần trong kênh ETC, khối bệnh viện công được xem là nơi tiêu thụ quan trọng nhất của các công ty Dược phẩm; và vì vậy, quy định siết chặt về đấu thầu tập trung thuốc Quốc gia sẽ gây ảnh hưởng rất lớn lên các công ty Dược.

2.1. Giá đấu thầu trong khối bệnh viện công ngày càng bị siết chặt

Chính phủ đặt kế hoạch giảm giá thuốc tổng thể từ 10%-15% trong vòng 2 năm tới. Để đạt được điều này, TTMSTTTQG cùng với BHXH Việt Nam sẽ đặt ra mức giá trần trong đấu thầu cho 5 nhóm thuốc generics, từ đó thu hút các nhà thầu Dược với giá bằng hoặc thấp hơn. Đối với các biệt dược gốc độc quyền, Bộ Y Tế và Văn phòng Chính phủ sẽ tiến hành đàm phán với các công ty Dược có bằng sáng chế. Nếu như đàm phán thất bại, họ sẽ tổ chức đấu thầu generics nhóm 1 để thay thế dần các biệt dược gốc còn thời hạn độc quyền.

Sau nhiều đợt thử nghiệm đấu thầu tập trung kể từ 2017, đến giữa 2018, Phó Thủ tướng Vương Đình Huệ & Bộ Y Tế công bố rằng chính sách đấu thầu tập trung này đã giảm giá thuốc ở kênh bệnh viện đến 21%. Ngay cả những loại thuốc đặc trị tương chứng như không thể bị siết chặt, cũng giảm giá từ 20%-40%. Hơn nữa, vào đầu tháng 12/2018, 4 loại thuốc chữa trị ung thư độc quyền được đàm phán giá lần đầu tiên bởi Bộ Y Tế, và được giảm 18% so với lần cuối được thu mua.

Hình 3. Dự báo tăng giá thuốc kênh ETC trung bình của IMS Health (% n/n)

Nguồn: IMS Health

CPI theo nhóm	CPI 11T2016	CPI 11T2017	CPI 11T2018
Dịch vụ y tế & thuốc	+26.3% n/n	+43.7% n/n	+11.5% n/n
Dịch vụ y tế	+35.0% n/n	+59.9% n/n	+14.8% n/n
Tổng CPI	+2.5% n/n	+3.6% n/n	+3.6% n/n

Do đó, tổ chức IMS Health dự báo rằng tốc độ tăng giá thuốc trung bình tại kênh ETC sẽ giảm tốc trong vòng 5 năm tới, chỉ đạt từ 1%-2.5% mỗi năm. Trong 11T2018, chỉ số lạm phát (CPI) của Việt Nam đã phản ánh phần nào tác động của chính sách: trong khi CPI toàn nhóm Dịch vụ y tế & Thuốc tăng 11.5% n/n, song mảng dịch vụ y tế tăng tới 14.8%, suy ra mức tăng giá thuốc chỉ ở mức một chữ số hoặc thấp hơn.

2.2. Chất lượng sản xuất ngày càng cao hơn

Theo Dự thảo Thông tư 11/2018/TT-BYT điều chỉnh quy định đấu thầu tại khu vực công lập, sau đợt thẩm định mới nhất vào cuối tháng 12/2018, 5 nhóm thuốc generics sẽ bị siết chặt hơn về tiêu chuẩn sản xuất tốt (GMP), quy trình, nguyên vật liệu đầu vào và ngay cả lịch sử lưu hành/xuất khẩu tại các nước phát triển. Quy định sẽ dựng nên một rào cản rất lớn cho các công ty Dược nội địa quy mô nhỏ, công nghệ thấp, từ đó giúp thị trường thuốc an toàn và lành mạnh hơn cho các bệnh nhân:

Nhóm generic	Tiêu chuẩn đấu thầu (Hiện tại)	Tiêu chuẩn đấu thầu (Dự thảo sau thẩm định)
1	*EU-GMP hoặc PIC-S được chứng nhận bởi các quốc gia thuộc nhóm ICH hoặc Úc. *WHO-GMP chứng nhận bởi Bộ Y Tế Việt Nam và được lưu hành ở các nước ICH hoặc Úc	*EU-GMP hoặc tương đương (US-FDA, PMDA) được chứng nhận và lưu hành ở các quốc gia thuộc khối SRA *Thuốc gia công hoặc chuyển giao công nghệ được lưu hành tại các nước SRA (cùng chất lượng & nguyên liệu) *Được chứng nhận bởi BHYT VN và được lưu hành ở các nước SRA (cùng chất lượng & nguyên liệu)
2	*EU-GMP hoặc PIC-S chứng nhận bởi các quốc gia nằm ngoài khối ICH	*EU-GMP hoặc tương đương, chứng nhận bởi nước SRA *PIC-S được chứng nhận bởi quốc gia ICH
3	*WHO-GMP chứng nhận bởi Bộ Y Tế Việt Nam	*Thuốc tương đương sinh học chứng nhận bởi BHYT VN
4	*Thuốc tương đương sinh học chứng nhận bởi BHYT VN	*Vietnam-GMP chứng nhận bởi BHYT VN
5	*Không đạt điều kiện của bốn nhóm trên	*Không đạt điều kiện của bốn nhóm trên

Nguồn: Dự thảo Thông tư 11/2018/TT-BYT sau thẩm định mới nhất của Bộ Y Tế, KISV research

*Các quốc gia thuộc nhóm ICH bao gồm: Mỹ, Nhật, Cộng đồng EU, Úc, Hàn Quốc & Singapore

*Các quốc gia thuộc nhóm SRA bao gồm: Thành viên ICH, Thành viên dự bị ICH và các chính quyền hợp tác với thành viên ICH

Như vậy, ở các nhóm generic cấp cao 1 & 2, các nhà sản xuất Dược nội địa sẽ gặp cạnh tranh lớn hơn của các hãng generic toàn cầu hoặc những tập đoàn nghiên cứu Dược phẩm đa quốc gia khổng lồ đang mở rộng hoạt động kinh doanh của họ. Chính sách này sẽ góp phần hợp nhất thị phần ngành vào những ông lớn, song nếu công ty Dược vào vượt qua được giai đoạn này, sẽ hồi phục mạnh hơn bao giờ hết.

Đến hết 9T2018, Cục Quản lý Dược Việt Nam (DAV) đã công bố kết quả đấu thầu thành công vào khối bệnh viện công lập từ 2017 đến 9T2018, cả đấu thầu tập trung hoặc riêng lẻ cho nhu cầu thuốc năm 2017, 2018 và 2019:

Công ty Dược ngoại	Giá trị (tỷ)	Công ty Dược nội địa	Giá trị (tỷ)	Generic hàng đầu	Chỉ định	Giá trị (tỷ)
Roche S.A Group	1,908	Pymepharco JSC	1,401	Capecitabin	Ung thư, hóa trị	966
Sanofi Group	1,512	Bidiphar JSC	919	Ciprofloxacin	Kháng sinh	895
AstraZeneca Plc	1,405	TW1 Pharbaco JSC	862	Cefuroxim	Kháng sinh	796
Baxter International	1,008	Imexpharm JSC	565	Amoxicilin	Kháng sinh	636
Novartis AG	966	Minh Dan Pharma JSC	538	Paclitaxel	Ung thư, hóa trị	612
Merck KGaA	893	Ha Tay Pharma JSC	463	Docetaxel	Ung thư, hóa trị	565
Bayer Pharma AG	750	Domesco VN JSC	268	Albumin	Thiếu máu	541
GlaxoSmithKline	640	DHG Pharma JSC	183	Oxaliplatin	Ung thư, hóa trị	527
Pfizer Inc.	585	Mekophar JSC	169	Cefoxitin	Kháng sinh	503
Laboratoires Servier	572	Traphaco JSC	111	Gliclazid	Tiểu đường	435

Nguồn: Báo cáo kết quả đấu thầu thành công tại khối bệnh viện công lập của DAV 9M-2018, KISV research

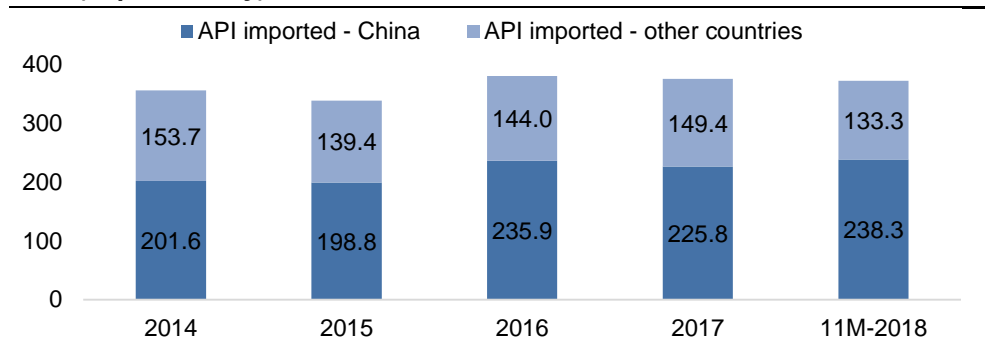
Như dữ liệu mà chúng tôi đã tổng hợp ở trên, những công ty Dược lớn như Pymepharco (HOSE: PME), Bidiphar (HOSE: DBD), Pharbaco TW1 (chưa niêm yết) và Imexpharm (HOSE: IMP) với tiêu chuẩn sản xuất EU-GMP cao cấp và các đối tác nước ngoài tiềm năng, sẽ sẵn sàng hơn cho quy định đấu thầu ngày càng siết chặt trong khối bệnh viện công lập trong thời gian sắp tới.

3. Giá API tăng mạnh, biên lợi nhuận gộp dự kiến thu hẹp

3.1 Ảnh hưởng từ việc phụ thuộc nguồn API từ Trung Quốc

Thành phần hoạt chất dược phẩm (active pharmaceutical ingredients - API) là nguyên liệu chính được sử dụng để sản xuất các công thức thuốc generic như viên nén, viên nang và thuốc tiêm. Việc sản xuất API trong nước của Việt Nam vẫn còn hạn chế và ngành Dược phẩm nước ta phải nhập khẩu tới 90% nhu cầu nguyên liệu. Cho đến nay, Trung Quốc là nhà cung cấp API lớn nhất cho các nhà sản xuất thuốc Việt Nam, chiếm ít nhất 60% -70% tổng lượng nhập khẩu các thành phần dược liệu và có tỷ lệ tăng trưởng CAGR 5% -10%.

Hình 3. Giá trị nhập khẩu API của Việt Nam từ Trung Quốc và các quốc gia khác (triệu đô la Mỹ)



Nguồn: Cục Hải quan Việt Nam, KISVN

Kể từ giữa năm 2018, giá API từ Trung Quốc đã tăng vọt đáng kể từ 15%-80%, trong bối cảnh chính phủ Trung Quốc đàn áp các ngành công nghiệp được cho là gây ô nhiễm môi trường như các nhà sản xuất tá dược API. Tác động chi phí API cao sẽ được biểu hiện nổi bật ra trong vài quý tới khi các nhà sản xuất Trung Quốc buộc phải chuyển nhà máy từ các khu vực đông dân cư sang các khu vực thưa dân, theo luật của Chính phủ Trung Quốc:

Nguyên liệu API tiêu biểu từ TQ	Chỉ định	Giá tháng 06/2017	Giá tháng 06/2018	% +/-
Vitamin E-Acetate	Da liễu	USD 20.2/kg	USD 44.5/kg	+120%
Calcium Citrate	Xương, cơ	USD 1.9/kg	USD 3.5/kg	+84%
Cefuroxim Axetil Amorphous	Kháng sinh	USD 87.6/kg	USD 132.2/kg	+50%
Azithromycin Dehydrate	Kháng sinh	USD 90.2/kg	USD 112.7/kg	+24%
Itraconazole Pellets	Da liễu	USD 66.8/kg	USD 83.5/kg	+24%
Metformin Hydrochloride	Chống tiểu đường	USD 2.7/kg	USD 3.0/kg	+10%

Nguồn: Các nhà sản xuất API Trung Quốc, KISVN

Một số nhà sản xuất thuốc nội địa ở Việt Nam đang nghĩ đến việc tự sản xuất API; tuy nhiên, cơ sở hạ tầng sản xuất API ở Việt Nam vẫn chưa phát triển mạnh, nên sẽ đòi hỏi các khoản đầu tư rất lớn trong vòng một thập kỷ trở lên. Do đó, trong ngắn hạn, các nhà sản xuất trong nước sẽ phải xem xét các nhà cung cấp thay thế từ Ấn Độ và các nước tương tự để tìm nguyên liệu có giá hợp lý.

3.2. Biên lợi nhuận gộp dự kiến sẽ thu hẹp

Theo chúng tôi, trong thị trường dược phẩm được kiểm soát chặt chẽ ở Việt Nam, khả năng các công ty sản xuất dược phẩm nội địa chuyển phần giá tăng lên cho người tiêu dùng sẽ bị hạn chế do mức độ cạnh tranh cao. Do đó, theo như hầu hết các nhà quản lý từ các công ty dược hàng đầu, tỷ suất lợi nhuận gộp dự kiến sẽ bị thu hẹp, có thể từ 200 điểm cơ bản xuống còn 500 điểm cơ bản

Các NSX thuốc lớn nhất trong nước	Mã CP	Vốn hoá (tỷ đồng)	Biên LN gộp 2016	Biên LNG 2017	Biên LNG 9T2018	Doanh thu 9T2018 (tỷ đồng)
CTCP Dược Hậu Giang	HOSE: DHG	10,878	45.3%	43.9%	39.6%	3,018
CTCP Pymepharco	HOSE: PME	4,763	47.7%	48.1%	47.3%	1,246
CTCP Traphaco	HOSE: TRA	3,001	49.8%	55.6%	51.3%	1,266
CTCP Dược phẩm Imexpharm	HOSE: IMP	2,855	40.1%	39.3%	40.6%	810
CTCP XNK Y tế Domesco	HOSE: DMC	2,778	38.7%	39.9%	36.5%	974
CTCP Dược-Trang thiết bị Y tế Bình Định	HOSE: DBD	2,176	36.8%	35.3%	32.4%	1,011
CTCP Hóa-Dược phẩm Mekophar	UPCOM: MKP	1,130	21.2%	22.8%	22.7%	858

Nguồn: KISVN, cập nhật đến tháng 12/2018

Tuy nhiên, các công ty có tiêu chuẩn sản xuất cao, hướng tới đấu thầu thuốc generic tại nhóm 1 & 2 với nguồn nguyên liệu đầu vào từ đối tác chiến lược nước ngoài khả năng sẽ ít bị ảnh hưởng hơn. Và đây có thể là cơ hội để họ nâng cao vị thế và củng cố thị phần của mình.

4. Yếu tố rủi ro

Mặc dù được coi là ngành công nghiệp tiêu dùng và phòng thủ, các công ty dược phẩm nội địa Việt Nam hiện đang phải đối mặt với giai đoạn bất ổn nhất từ trước đến nay.

Đối với kênh OTC, các nhà sản xuất thuốc tập trung vào dược phẩm bán lẻ có thể phải đối mặt với sự sụt giảm doanh số nghiêm trọng hơn nếu nền kinh tế vĩ mô và nhu cầu của người tiêu dùng trở nên tồi tệ hơn dự kiến, đặc biệt là đối với phân ngành Thực phẩm chức năng.

Đối với kênh ETC, với quy định chất lượng được thắt chặt và áp lực cạnh tranh gay gắt từ các công ty đa quốc gia trong việc đấu thầu thuốc generic có thể sẽ nghiêm trọng hơn so với sự chuẩn bị của các nhà sản xuất thuốc nội địa. Rủi ro quy định giá và rủi ro phải thu từ bệnh viện cũng rất quan trọng đối với nhiều nhà sản xuất thuốc lớn tập trung vào đấu thầu vào hệ thống bệnh viện công.

Cuối cùng nhưng không kém phần quan trọng, tất cả các công ty dược phẩm nội địa vốn dựa vào API giá rẻ từ Trung Quốc sẽ phải đối mặt với tác động suy giảm tỷ suất lợi nhuận gộp trong thời gian dài do nguồn tá dược từ Ấn Độ và các quốc gia khác có giá bán và cước vận chuyển không cạnh tranh bằng Trung Quốc. Nguyên liệu đầu vào từ châu Âu hoặc Mỹ có thể đắt hơn do căng thẳng chiến tranh thương mại và biến động tỷ giá hối đoái.

5. Cổ phiếu theo dõi

Khuyến nghị & Giá mục tiêu				Thu nhập và Định giá									
Công ty				D.Thu (tỷ đồng)	EBIT (tỷ đồng)	NPAT (tỷ đồng)	EPS (đồng)	BPS (đồng)	PE (x)	PB (x)	ROE (%)	EV/EBITDA (x)	DY (%)
DHG	Khuyến nghị	TRUNG LẬP	2016	3,783	784	686	4,667	32,532	17.2	2.5	25.7%	13.1	4.3%
(HOSE: DHG)	Giá mục tiêu	77,800	2017	4,063	733	642	4,373	21,013	18.4	3.8	23.0%	14.0	4.1%
	Giá hiện tại	80,500	2018E	3,827	697	612	4,167	22,181	19.3	3.6	21.7%	14.8	3.7%
	Vốn hoá (tỷ)	10,525	2019E	4,201	756	674	4,591	23,772	17.5	3.4	22.5%	13.7	3.7%
			2020E	4,625	823	734	4,999	25,771	16.1	3.1	22.7%	12.9	3.7%
PME	Khuyến nghị	TRUNG LẬP	2016	1,508	284	239	3,126	26,431	19.4	2.0	19.8%	13.3	0.0%
(HOSE: PME)	Giá mục tiêu	67,100	2017	1,622	330	286	3,743	24,635	16.2	2.1	19.5%	12.2	0.0%
	Giá hiện tại	60,500	2018E	1,627	366	317	4,146	23,571	14.6	2.2	18.8%	10.4	3.3%
	Vốn hoá (tỷ)	3,946	2019E	1,733	375	322	4,207	25,778	14.4	2.0	17.4%	9.6	3.3%
			2020E	1,929	410	347	4,533	28,311	13.3	1.9	17.1%	9.2	3.3%
DBD	Khuyến nghị	TRUNG LẬP	2016	1,385	158	141	2,323	14,758	17.9	2.8	21.3%	13.1	1.7%
(HOSE: DBD)	Giá mục tiêu	40,000	2017	1,388	187	164	2,699	15,904	15.4	2.6	20.5%	10.7	4.8%
	Giá hiện tại	41,500	2018E	1,487	174	150	2,461	16,865	16.9	2.5	17.5%	10.5	3.6%
	Vốn hoá (tỷ)	2,174	2019E	1,437	159	143	2,342	17,707	17.7	2.3	15.8%	9.5	3.6%
			2020E	1,656	195	168	2,765	18,971	15.0	2.2	17.5%	7.3	3.6%

Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN
Dữ liệu vào ngày 20/12/2018

6. Cổ phiếu khuyến nghị: DHG

Cổ phiếu

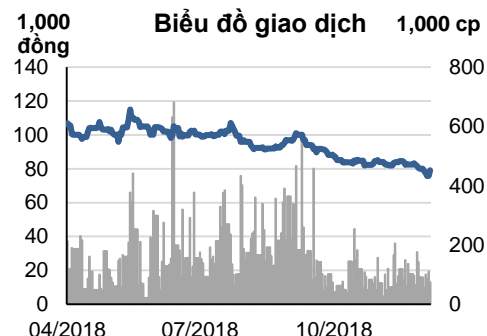
DHG

Giảm tốc cùng thị trường OTC

Đánh giá

TRUNG LẬP

Giá thị trường (VND)	80,500
Giá mục tiêu (VND)	77,800
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	-3.3%
Suất sinh lợi cổ tức	3.7%
Suất sinh lợi bình quân năm	0.4%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-29%	-5%	-17%	-27%
Tương đối	-24%	-5%	-9%	-26%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

Thông kê 09-01-2019

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	80.5k-115.3k
SL lưu hành (triệu cp)	131
Vốn hóa (tỷ đồng)	10,525
Vốn hóa (triệu USD)	452
% khối ngoại sở hữu	49%
SL cp tự do (triệu cp)	29
KLGD TB 3 tháng (cp)	136,788
VND/USD	23,285
Index: VNIndex/HNX	918/105

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu 09-01-2019

SCIC	43.3%
Taisho Pharmaceutical	34.3%
Templeton Asian Fund	2.8%
Bà Phạm Thị Việt Nga	0.2%
Khác	19.4%

Nguồn: Bloomberg

Quan điểm đầu tư:

- **Kênh Dược phẩm thương mại OTC – chiếm 90% doanh thu của DHG – có triển vọng không tích cực** do (1) xu hướng bảo hiểm y tế toàn dân (2) sự phát triển mạnh mẽ của khối bệnh viện tư nhân (3) thay đổi thói quen người tiêu dùng
- **Mảng dược mỹ phẩm mới (sản phẩm dưỡng da, mặt)** đang được phát triển khá tích cực trong mối quan hệ hợp tác với Taisho.
- **DHG cũng đang tập trung nâng cấp dây chuyền sản xuất hiện tại lên chuẩn PMDA (Nhật)**, tương đương với EU-GMP, US-FDA và có khả năng được đầu thầu vào nhóm 1 & 2, theo ban lãnh đạo chia sẻ.
- **Room nước ngoài được mở tối đa lên 100% kể từ giữa 2018**. Cổ đông chiến lược Taisho Pharmaceutical Ltd. thể hiện rõ mong muốn được nâng thêm tỷ lệ sở hữu tại DHG
- Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận ròng 2019E của DHG sẽ hồi phục lên 4,201 tỷ đồng và 674 tỷ đồng, tăng lần lượt 9.8% và 10.2% so với cùng kỳ. EPS forward 2019 sẽ đạt 4,600đ/cp.

Rủi ro:

- **Kế hoạch tăng trưởng không ấn tượng của DHG** chỉ với tác động nhỏ lên doanh thu có thể làm giảm khả năng cạnh tranh của công ty trong dài hạn.
- **Thay thế Chủ tịch HĐQT và CEO chủ chốt của công ty từ 2017**. Một vài thành viên ban điều hành liên tục bán cổ phiếu kể từ đầu 2018.
- **Mức P/E trượt 12 tháng 19.6 lần là tương đối cao**, xét đến mức 16x P/E của VNIndex, 17x P/E của các công ty Dược nội địa và tốc độ tăng trưởng dự kiến vào khoảng 5%-10% của công ty.

Khuyến nghị:

- Sử dụng mức trung bình lịch sử P/E của DHG và trung bình P/E của các đối thủ ngoại, cộng với EPS forward 2019, chúng tôi ước tính giá mục tiêu của DHG là 77,800đ/cp vào cuối 2019. Tổng mức sinh lời là 0.4%, bao gồm cổ tức tiền mặt 3,000đ. **Khuyến nghị TRUNG LẬP.**

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH DHG		Vốn hóa: 10,525 tỷ đồng			
Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Doanh thu thuần	3,783	4,063	3,827	4,201	4,625
Tăng trưởng (%)	4.9%	7.4%	-5.8%	9.8%	10.1%
GVHB	2,070	2,280	2,139	2,356	2,603
Biên LN gộp (%)	45.3%	43.9%	44.1%	43.9%	43.7%
Chi phí BH & QLDN	929	1,050	992	1,089	1,199
EBITDA	878	825	802	876	950
Biên lợi nhuận (%)	23.2%	20.3%	21.0%	20.8%	20.5%
Khấu hao	94	92	106	120	127
Lợi nhuận từ HĐKD	784	733	697	756	823
Biên LN HĐKD (%)	20.7%	18.0%	18.2%	18.0%	17.8%
Chi phí lãi vay ròng	-45	-64	-59	-75	-83
% so với nợ ròng	5.6%	6.5%	5.1%	5.5%	5.3%
Khả năng trả lãi vay (x)	-17	-11	-12	-10	-10
Lãi/lỗ khác	-73	-78	-70	-76	-84
Thuế	68	77	73	81	88
Thuế suất hiệu dụng (%)	9.0%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%
Lợi nhuận ròng	689	642	612	674	734
Biên lợi nhuận (%)	18.2%	15.8%	16.0%	16.1%	15.9%
LN cho công ty mẹ	686	642	612	674	734
Số lượng CP (triệu)	87	131	131	131	131
EPS hiệu chỉnh (VND)	4,667	4,373	4,167	4,591	4,999
Tăng EPS (%)	16.5%	-6.3%	-4.7%	10.2%	8.9%
Cổ tức (VND)	3,500	3,300	3,000	3,000	3,000

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN

EBIT = EBITDA – Khấu hao

Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi

Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác

Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Vòng quay phải thu (x)	5.7	5.4	5.4	5.4	5.4
Vòng quay HTK (x)	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2
Vòng quay phải trả (x)	3.2	2.9	2.9	2.9	2.9
Thay đổi vốn lưu động	2	76	-175	60	69
Capex	136	63	138	138	73
Dòng tiền khác	44	100	73	73	73
Dòng tiền tự do	600	495	682	522	646
Phát hành cổ phiếu	0	0	0	0	0
Cổ tức	306	437	392	392	392
Thay đổi nợ ròng	-295	-58	-289	-130	-254
Nợ ròng cuối năm	-952	-1011	-1300	-1430	-1684
Giá trị doanh nghiệp	11,511	11,547	11,837	11,967	12,221
Tổng VCSH	2,870	2,759	2,912	3,120	3,381
Lợi ích cổ đông thiểu số	34	12	12	12	12
VCSH	2,836	2,747	2,900	3,108	3,369
Giá trị sổ sách/cp (VND)	32,532	21,013	22,181	23,772	25,771
Nợ ròng / VCSH (%)	-33%	-37%	-45%	-46%	-50%
Nợ ròng / EBITDA (x)	-1.1	-1.2	-1.6	-1.6	-1.8
Tổng tài sản	3,945	4,087	4,307	4,460	4,548

Nợ ròng = Nợ – tiền và tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018E	2019E	2020E
ROE (%)	26%	23%	22%	22%	23%
(không gồm lợi ích CĐ thiểu số)					
ROA (%)	17%	16%	14%	15%	16%
ROIC (%)	35%	32%	34%	37%	39%
WACC (%)	15%	15%	15%	15%	15%
PER (x)	17.2	18.4	19.3	17.5	16.1
PBR (x)	2.5	3.8	3.6	3.4	3.1
PSR (x)	2.8	2.6	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA (x)	13.1	14.0	14.8	13.7	12.9
EV/FCF	23.3	17.4	22.9	18.9	15.9
EV/Sales (x)	2.8	3.1	2.8	2.6	2.7

Liên hệ

Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Maritime Bank Tower
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM
Tel: (+84 28) 3914 8585
Fax: (+84 28) 3821 6898

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6, CTM Tower
299 Cầu Giấy, Q. Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3974 4448
Fax: (+84 4) 3974 4501

Phòng Khách hàng Định chế**Lâm Hạnh Uyên**

Trưởng phòng Quản lý Khách hàng Tổ chức
(+84 28) 3914 8585 (x1444)
uyen.lh@kisvn.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do **Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS)** phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của **KIS** được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. **KIS** không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của **KIS**.