

18/10/2021

Trần Thái Sơn
Chuyên viên cao cấp

Đặng Văn Pháp, CFA
Phó Giám đốc

Tiềm năng tăng trưởng mạnh trong dài hạn

Trong báo cáo này, chúng tôi đánh giá triển vọng và bối cảnh cạnh tranh của ngành dược tại Việt Nam, bao gồm cả thị trường phân phối bán lẻ (cụ thể là nhà thuốc). Chúng tôi đưa ra các kết luận chính, bao gồm: (1) Ngành dược Việt Nam có dự địa tăng trưởng trong dài hạn nhờ dân số già hóa và thu nhập của người tiêu dùng tăng trong bối cảnh chi tiêu thuốc bình quân đầu người còn thấp, (2) Chính phủ ban hành các chính sách ưu đãi đối với thuốc chất lượng cao, sản xuất trong nước ở kênh bệnh viện, từ đó mang lại lợi ích cho các nhà sản xuất thuốc trong nước được trang bị các tiêu chuẩn sản xuất hàng đầu, và (3) tốc độ hợp nhất thị trường nhà thuốc được đẩy nhanh khi các chuỗi nhà thuốc hàng đầu trong nước tăng cường việc mở mới cửa hàng. Đối với các công ty dược phẩm thuộc phạm vi theo dõi của chúng tôi, chúng tôi hiện có khuyến nghị KHẢ QUAN đối với 2 cổ phiếu - DHG (KHẢ QUAN, giá mục tiêu 106.000 đồng/CP) và IMP (KHẢ QUAN, giá mục tiêu 76.900 đồng/CP). Trong khi đó, mặc dù chúng tôi có quan điểm tích cực đối với mảng nhà thuốc của FRT, chúng tôi hiện đưa ra khuyến nghị KÉM KHẢ QUAN (giá mục tiêu 35.000 đồng/CP) cho cổ phiếu này do quan điểm thận trọng đối với mảng điện thoại di động của công ty.

Chi tiêu cho dược phẩm tăng nhanh - đặc biệt là trong kênh bệnh viện. Công ty nghiên cứu thị trường Mỹ IQVIA dự báo ngành dược phẩm của Việt Nam sẽ ghi nhận tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) doanh thu đạt khoảng 8% từ giai đoạn 2019-2023. Chi tiêu cho dược phẩm bình quân đầu người của Việt Nam có dự địa tăng trưởng dồi dào khi chỉ đạt 41 USD vào năm 2018 so với mức 95 USD của Trung Quốc và mức trung bình toàn cầu là 159 USD (theo IQVIA) với nhu cầu trong tương lai được hỗ trợ bởi việc thu nhập tăng trưởng mạnh và dân số già hóa của Việt Nam. Theo quan điểm của chúng tôi, kênh bệnh viện (chiếm 74% doanh thu dược phẩm của Việt Nam vào năm 2020, theo IQVIA) sẽ tăng trưởng nhanh hơn kênh nhà thuốc do mức độ bao phủ bảo hiểm y tế công của Việt Nam ngày càng mở rộng và việc Chính phủ đang gia tăng kiểm soát việc bán thuốc kê đơn tại kênh nhà thuốc.

Các chính sách ưu đãi đối với các công ty sản xuất thuốc trong nước có công nghệ sản xuất cao trong kênh bệnh viện. Theo Thông tư 15/2019/TT-BTY, hoạt động mua thuốc của các bệnh viện công lập phải thông qua quá trình đấu thầu được phân chia theo tiêu chuẩn chất lượng, trong đó 2 nhóm thuốc cao nhất (chiếm khoảng 60% giá trị gói thầu thuốc generic) được giới hạn cho thuốc đạt chuẩn EU-GMP hoặc tương đương (ví dụ, Japan-GMP và PIC/S-GMP được cấp bởi các nước thành viên ICH). Các quy định của Việt Nam (cụ thể, Luật dược Việt Nam năm 2016 và Thông tư 03/2019/TT-BYT) cũng ưu tiên thuốc sản xuất trong nước nếu như có thể hoàn toàn thay thế thuốc nhập khẩu.

Các chuỗi nhà thuốc đang hợp nhất thị trường nhà thuốc vốn có tính phân mảnh cao với khoảng 50.000 nhà thuốc - hầu hết là các cơ sở kinh doanh nhỏ lẻ. Chúng tôi nhận thấy các chiến lược đa dạng giữa các chuỗi nhà thuốc lớn này. Cụ thể, so với các công ty cùng ngành, Pharmacy (chưa niêm yết) tập trung nhiều hơn vào các sản phẩm không phải là thuốc (ví dụ: các sản phẩm hàng tiêu dùng nhanh/FMCG), do đó chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp của Pharmacy sẽ cao hơn mức trung bình của ngành. Nhà thuốc Long Châu (công ty con của FRT) có mô hình kinh doanh tương tự nhà thuốc truyền thống và tập trung vào các loại thuốc - đặc biệt là thuốc kê đơn. Trong khi đó, các nhà thuốc An Khang (công ty con của MWG) đang được tích hợp với một số cửa hàng bách hóa của MWG để tận dụng lưu lượng khách hàng và không gian của các cửa hàng bách hóa. Theo ước tính của chúng tôi, 2 chuỗi nhà thuốc hàng đầu - Pharmacy và Long Châu - sẽ chiếm tổng cộng 10-15% thị phần trong năm 2021 và có tiềm năng tiếp tục gia tăng nhờ đẩy nhanh việc mở rộng độ phủ hiện tại.

Các mã cổ phiếu có liên quan: IMP (KHẢ QUAN), DHG (KHẢ QUAN) và FRT (KÉM KHẢ QUAN). IMP là một trong những công ty đầu tiên tại Việt Nam đạt tiêu chuẩn EU-GMP và là một trong những đơn vị có công suất EU-GMP lớn nhất trong nước. Nhờ công suất mới gia tăng và mở rộng danh mục sản phẩm, chúng tôi kỳ vọng IMP sẽ giành được thị phần từ thuốc nhập khẩu ở các nhóm thuốc chất lượng cao trong kênh bệnh viện nhờ khả năng cạnh tranh về chi phí. Trong

khi đó, định giá của DHG (P/E năm 2021/2022 hiện là 17,2/16,1 lần so với mức trung bình 5 năm là 18,7 lần và mức trung bình 5 năm của các công ty cùng ngành là 18,4 lần) khá hấp dẫn, phù hợp với với quan điểm của chúng tôi về triển vọng tăng trưởng ổn định khoảng 5% mỗi năm nhờ mạng lưới phân phối dẫn đầu thị trường của DHG trong kênh nhà thuốc, uy tín thương hiệu mạnh mẽ và danh mục sản phẩm đa dạng. Đối với FRT, chúng tôi cho rằng Long Châu có thể đạt điểm hòa vốn cuối năm 2022 - đầu năm 2023, điều này được hỗ trợ bởi việc biên lợi nhuận gộp gia tăng nhờ quy mô lớn hơn và cơ cấu sản phẩm tốt hơn, sự trưởng thành của các cửa hàng mới và đòn bẩy hoạt động. Tuy nhiên, những thách thức về tăng trưởng và cạnh tranh trong mảng điện thoại di động của FRT dẫn đến quan điểm thận trọng hiện tại của chúng tôi.

Mục lục

Tiềm năng tăng trưởng mạnh trong dài hạn	1
Tổng quan ngành dược Việt Nam.....	3
Dự địa tăng trưởng dồi dào trong bối cảnh chi tiêu cho thuốc bình quân đầu người thấp	3
Chi tiêu cho dược phẩm bình quân đầu người của Việt Nam được thúc đẩy bởi dân số già hóa và thu nhập tăng	3
Kênh bệnh viện dẫn đầu tăng trưởng ngành nhờ vào phạm vi bao phủ bảo hiểm y tế ngày càng rộng của Việt Nam và khả năng kiểm soát chặt chẽ hơn đối với việc bán thuốc theo toa của kênh nhà thuốc	4
Bối cảnh cạnh tranh.....	5
Thị trường phân mảnh và phụ thuộc lớn vào thuốc nhập khẩu - đặc biệt là tại kênh bệnh viện	5
Những công ty trong nước với công nghệ tiên tiến để trúng thầu vào các nhóm thuốc bậc cao nhất tại kênh bệnh viện đang có vị thế tốt để tăng trưởng cao hơn trung bình ngành	7
Sự hiện diện đáng kể của các nhà đầu tư chiến lược nước ngoài trong các công ty dược phẩm trong nước - một sự hợp tác đôi bên cùng có lợi.....	12
So sánh giữa các công ty dược niêm yết	13
Mô hình kinh doanh	13
Tài chính	15
Thị trường nhà thuốc: Các chuỗi nhà thuốc đang chiếm thị phần từ các nhà thuốc nhỏ lẻ	17
Cổ phiếu có liên quan trong danh mục theo dõi của chúng tôi.....	22
DHG: Định giá hấp dẫn cùng với triển vọng ổn định [KHẢ QUAN +16,0%]	22
IMP: Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ nhờ công nghệ sản xuất hàng đầu và công suất dồi dào [KHẢ QUAN +11,3%]	22
FRT: Triển vọng sinh lời rõ ràng hơn từ mảng nhà thuốc [KÉM KHẢ QUAN -15,0%]	23

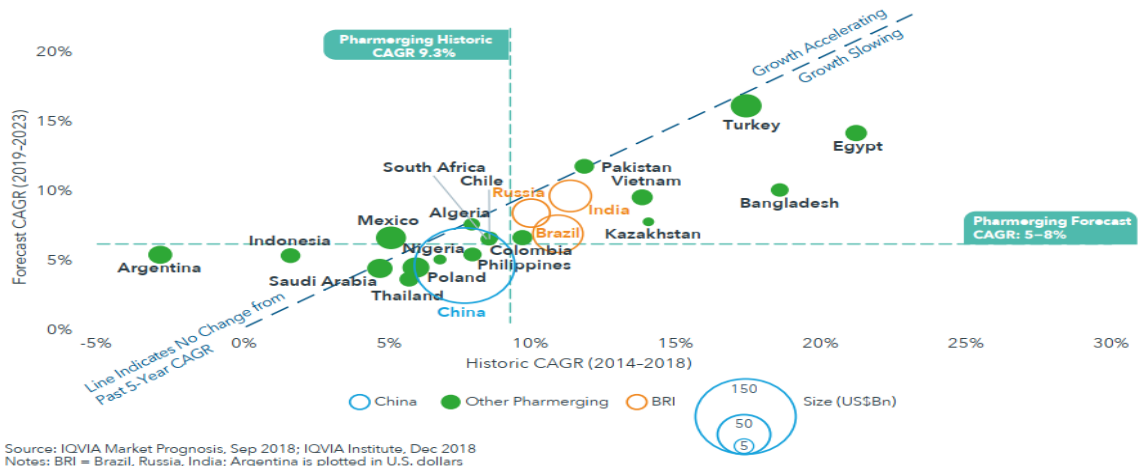
Tổng quan ngành dược Việt Nam

Một phần lớn nội dung trong các trang 3-11 trước đây đã được công bố trong báo cáo lần đầu của chúng tôi dành cho [IMP - Vào giai đoạn tăng trưởng nhanh khi các nhà máy mới đi vào hoạt động - Báo cáo lần đầu](#) vào tháng 9/2020 và [DBD: Tiềm năng tăng trưởng đến từ các nhà máy mới và làm mới hệ thống phân phối - Báo cáo của Công ty](#) vào tháng 7/2021.

Dư địa tăng trưởng dồi dào trong bối cảnh chi tiêu cho thuốc bình quân đầu người thấp

Theo IQVIA, Việt Nam là một trong những thị trường “dược phẩm mới nổi” - một nhóm các quốc gia có tỷ lệ thâm nhập dược phẩm tương đối thấp và tiềm năng tăng trưởng cao. IQVIA dự báo ngành dược phẩm Việt Nam sẽ đạt CAGR doanh thu khoảng 8% trong giai đoạn 2019-2023. Chi tiêu cho dược phẩm trên đầu người của Việt Nam có mức dư địa tăng trưởng cao khi chỉ đạt 41 USD trong năm 2018 so với 95 USD của Trung Quốc và mức trung bình toàn cầu là 159 USD, theo IQVIA.

Hình 1: Diễn biến và dự báo tăng trưởng chi tiêu cho các thị trường “dược phẩm mới nổi” (pharmerging)



Nguồn: IQVIA

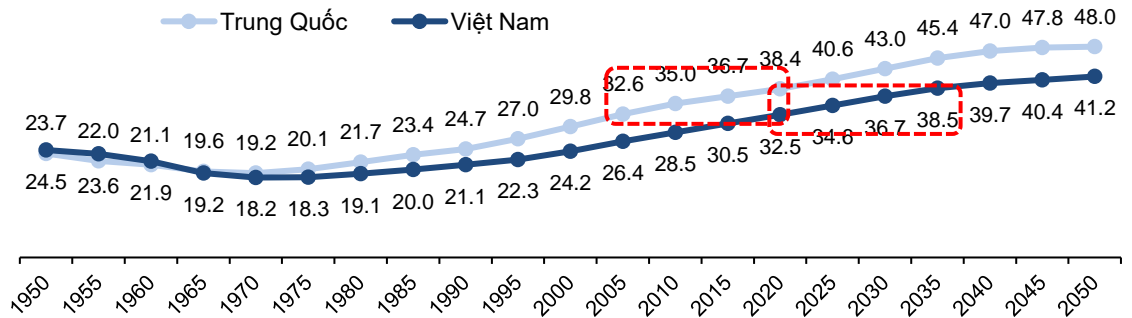
Chi tiêu cho dược phẩm bình quân đầu người của Việt Nam được thúc đẩy bởi dân số già hóa và thu nhập tăng

Theo dự báo của Ngân hàng Thế giới, số người từ 65 tuổi trở lên của Việt Nam sẽ tăng hơn gấp đôi lên 18,4 triệu người – chiếm 18% tổng dân số - vào năm 2040 từ mức 7,9 triệu người vào năm 2020, điều này cũng có lợi cho chi tiêu chăm sóc sức khỏe.

Dữ liệu từ nhà cung cấp dữ liệu Statista của Đức (Hình 2) chỉ ra rằng Việt Nam sẽ ghi nhận tốc độ già hóa từ năm 2020-2035 tương đương với Trung Quốc trong giai đoạn 2005-2020. Thực tế là chi tiêu cho thuốc trên đầu người của Trung Quốc trong năm 2010 ngang bằng với Việt Nam vào năm 2018 (41 USD) và đạt tốc độ CAGR 11% trong giai đoạn 2010-2018 (dựa trên dữ liệu của IQVIA) củng cố niềm tin của chúng tôi vào tăng trưởng chi tiêu cho dược phẩm của Việt Nam trong tương lai.

Ngoài ra, triển vọng tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ của Việt Nam báo hiệu tốt cho chi tiêu cho dược phẩm khi người tiêu dùng có ý thức hơn về sức khỏe.

Hình 2: Độ tuổi trung vị của Việt Nam và Trung Quốc



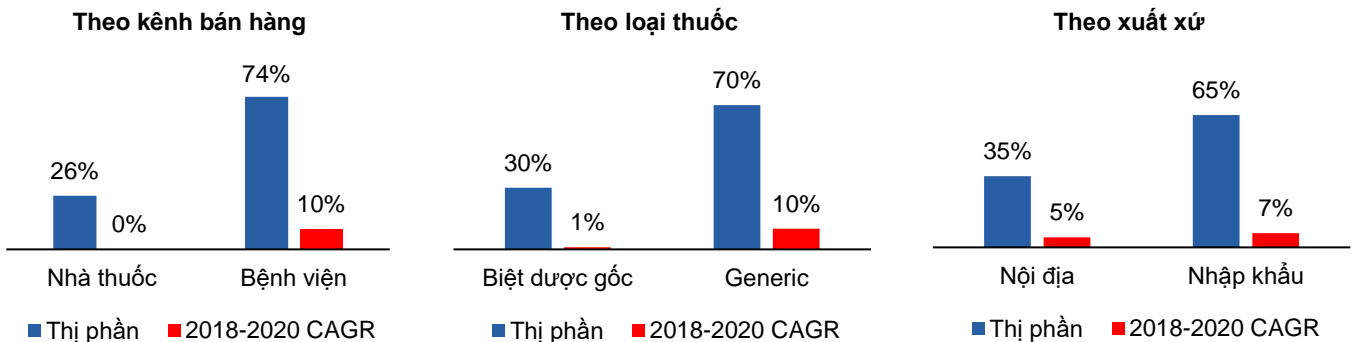
Nguồn: Statista, VCSC

Kênh bệnh viện dẫn đầu tăng trưởng ngành nhờ vào phạm vi bao phủ bảo hiểm y tế ngày càng rộng của Việt Nam và khả năng kiểm soát chặt chẽ hơn đối với việc bán thuốc theo toa của kênh nhà thuốc

Năm 2020, các bệnh viện ở Việt Nam chiếm 74% tổng doanh thu thuốc. Kênh bệnh viện đạt CAGR 10% trong giai đoạn 2018-2020 trong khi doanh thu từ kênh nhà thuốc hầu như không đổi. Kênh bệnh viện có tăng trưởng vượt trội so với kênh nhà thuốc được hỗ trợ bởi việc Chính phủ thúc đẩy tỷ lệ bao phủ bảo hiểm y tế toàn dân, tăng từ 67% năm 2012 lên 91% năm 2020. Chính phủ đặt mục tiêu đưa tỷ lệ này đạt 95% vào năm 2025, theo Nghị quyết 20-NQ/TW đã được ban hành vào năm 2017.

Trong khi đó, Thông tư 02/2018 nhằm hạn chế việc sử dụng thuốc kê đơn bất hợp pháp (bán mà không cần đơn thuốc) và thuốc trái phép (thuốc không chính hãng, nhập lậu) tại kênh nhà thuốc cũng đã gây áp lực lên doanh số bán hàng của kênh này.

Hình 3: Giá trị thị phần và tăng trưởng YoY của các mảng dược phẩm chính tại Việt Nam trong giai đoạn 2018-2020

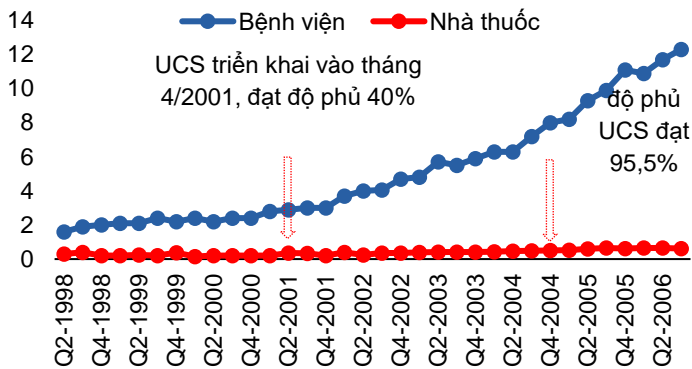


Nguồn: IQVIA, VCSC

Chúng tôi tin rằng tỷ lệ bao phủ bảo hiểm y tế toàn dân cao của Việt Nam sẽ tạo nền tảng cho chi tiêu thuốc trong kênh bệnh viện trong tương lai - ngay cả sau khi tỷ lệ bao phủ đã bão hòa - tương tự như những gì đã xảy ra ở Thái Lan sau khi triển khai thành công Chương trình Bảo hiểm Toàn dân (UCS). Năm 2001, Thái Lan đã triển khai UCS, một hệ thống bảo hiểm công nhằm mục đích đạt được khả năng tiếp cận toàn diện đối với chăm sóc sức khỏe - bao gồm cả thuốc thiết yếu - và khuyến khích các trung tâm chăm sóc sức khỏe và bệnh viện chính sử dụng hiệu quả các nguồn lực thông qua thanh toán theo định mức cho các dịch vụ ngoại trú và các chính sách thanh toán khác cho chăm sóc bệnh nhân nội trú. Chương trình này đã tăng dân số được bảo hiểm của Thái Lan từ khoảng 40% tổng dân số của nước này vào năm 2001 lên 95,5% vào năm 2004, điều này đã thúc đẩy doanh thu từ thuốc - đặc biệt là từ các loại thuốc đặc trị - khi ngày càng có nhiều người

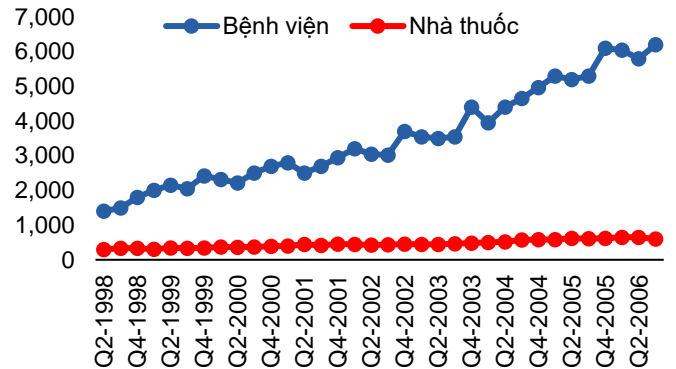
đến bệnh viện để được điều trị các bệnh mà trước đây họ không thể chi trả được. Chi tiêu cho thuốc trong kênh bệnh viện tiếp tục tăng nhanh hơn so với kênh nhà thuốc ngay cả sau khi phạm vi phủ sóng của UCS trở nên bão hòa.

Hình 4: Tổng sản lượng (đơn vị tiêu chuẩn đầu người) cho insulin tại Thái Lan theo kênh



Nguồn: BMJ Open, VCSC

Hình 5: Tổng sản lượng (đơn vị tiêu chuẩn đầu người) cho thuốc cao huyết áp tại Thái Lan theo kênh



Nguồn: BMJ Open, VCSC

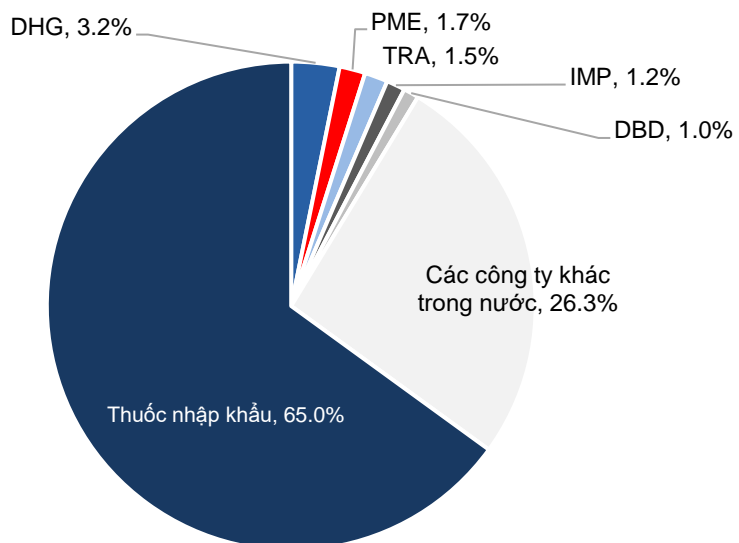
Bối cảnh cạnh tranh

Thị trường phân mảnh và phụ thuộc lớn vào thuốc nhập khẩu - đặc biệt là tại kênh bệnh viện

Một ngành có tính phân mảnh cao. Theo báo cáo quý 1/2021 của IQVIA, 5 công ty dược phẩm hàng đầu tại Việt Nam chỉ chiếm 16,5% thị phần trong 12 tháng kết thúc vào quý 1/2021, trong đó công ty dẫn đầu thị trường chỉ chiếm 4,8% thị phần.

Thuốc nhập khẩu chiếm gần 2/3 doanh số toàn ngành. Theo IQVIA, thị trường dược phẩm Việt Nam ghi nhận tổng doanh thu đạt 104 tỷ đồng (+ 2% YoY) vào năm 2020, trong đó 65% là thuốc nhập khẩu. Chúng tôi cho rằng sự phổ biến của thuốc nhập khẩu là do (1) sự tin tưởng của người Việt Nam đối với thuốc ngoại nhập, (2) Việt Nam thiếu khả năng phát triển thuốc biệt dược gốc có giá trị cao, (3) công nghệ tiên tiến cho phép thuốc từ các nước phát triển chiếm lĩnh phân khúc cao cấp trong kênh bệnh viện, và (4) lợi thế về giá thấp của thuốc nhập khẩu từ các nước đang phát triển như Ấn Độ và Pakistan.

Hình 6: Thị phần ngành dược phẩm Việt Nam trong năm 2020



Nguồn: IQVIA, VCSC ước tính

Cạnh tranh gay gắt giữa các nhà sản xuất thuốc trong nước. Theo Cục Quản lý Dược phẩm Việt Nam (DAV), tính đến cuối năm 2019 có 178 công ty với 203 nhà máy sản xuất đạt tiêu chuẩn GMP - phần lớn là GMP-WHO. Do hạn chế về năng lực và ngân sách đầu tư vào R&D, các công ty dược phẩm trong nước chủ yếu sản xuất thuốc generic và các thực phẩm chức năng thông thường. Với số lượng lớn các đối thủ cạnh tranh và năng lực sản xuất khá đồng đều, sự cạnh tranh gay gắt giữa các công ty dược phẩm trong nước là không tránh khỏi.

Hầu hết các công ty dược Việt Nam đều có kênh nhà thuốc là kênh phân phối chính vì tiêu chuẩn sản xuất thấp khiến các công ty này không thể tham gia vào phân khúc thuốc chất lượng cao tại kênh bệnh (Nhóm 1 và Nhóm 2) (xem thêm chi tiết tại trang 9) trong khi cạnh tranh về giá ở các cấp thấp hơn (Nhóm 3-5) rất khốc liệt.

Hình 7: Ngành dược phẩm tính theo kênh phân phối

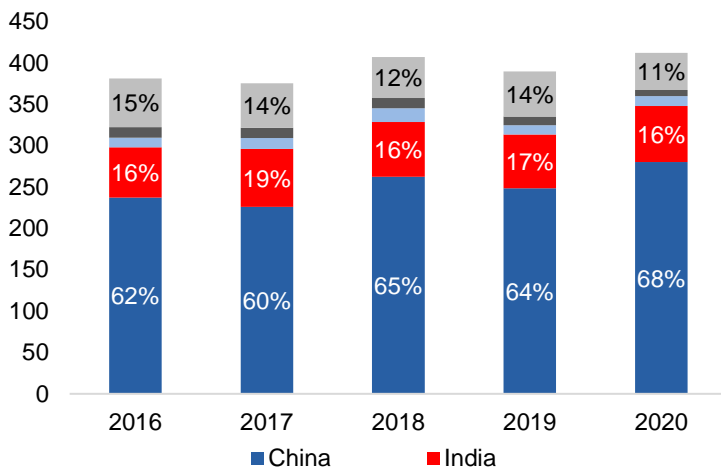
Tổng doanh thu dược phẩm 4,4 tỷ USD (tính đến 2020)				
Các khoản mục	Kênh bệnh viện (74% doanh thu ngành)			Kênh nhà thuốc (26% doanh thu ngành)
	Thuốc biệt dược gốc	Nhóm 1 và 2	Nhóm 3, 4 và 5	
Yêu cầu	Thuốc được bảo hộ bằng sáng chế - hầu hết được nhập khẩu từ các nước phát triển	Các công ty dược có tiêu chuẩn sản xuất tiên tiến (như EU-GMP, PIC/S-GMP và Japan-GMP) và nguyên liệu chất lượng cao thường có nguồn gốc từ các nước phát triển.	Các công ty dược đạt tiêu chuẩn WHO-GMP; sử dụng API nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ để có khả năng cạnh tranh về giá	Yếu tố thành công chính là thiết lập một hệ thống phân phối bao phủ và hiệu quả. Việt Nam hiện có khoảng 50.000 nhà thuốc - hầu hết trong số đó là doanh nghiệp nhỏ và hộ kinh doanh cá thể.
Các loại thuốc chính	Thuốc đặc trị	Thuốc kháng sinh và thuốc đặc trị	Thuốc kháng sinh và một số loại thuốc đặc trị (ví dụ: thuốc tiêu hóa, tiểu đường và tim mạch)	Các loại thuốc thông thường (ví dụ: thuốc giảm đau, hạ sốt và thuốc cảm), thuốc kháng sinh và thực phẩm chức năng
Các đối thủ cạnh tranh chính	Các tập đoàn dược phẩm lớn của nước ngoài có năng lực R&D mạnh mẽ	Bị chi phối bởi thuốc nhập khẩu do rào cản công nghệ cao. Trong số các công ty niêm yết của Việt Nam, PME và IMP là những công ty tiên phong trong phân khúc này nhờ đầu tư vào các nhà máy sản xuất EU-GMP sớm	Bị chi phối bởi thuốc trong nước cũng như thuốc Ấn Độ. Các công ty dược Việt Nam niêm yết đáng chú ý: DHG, DBD, PME, DMC và MKP.	Các công ty trong nước như DHG, DMC, PME, TRA và IMP. Thuốc nhập khẩu: Thuốc sản xuất tại các nước phương Tây ở phân khúc cao cấp và thuốc từ Ấn Độ, Pakistan ở phân khúc giá rẻ.

Nguồn: VCSC

Ngành dược Việt Nam cũng phụ thuộc nhiều vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu, trong đó phần lớn là các hoạt chất dược phẩm (API). Theo Bộ Công Thương, Việt Nam nhập khẩu khoảng 80%-90% nguyên liệu dược phẩm, trong đó Trung Quốc và Ấn Độ là hai nguồn cung cấp chiếm tỷ trọng cao nhất. Trung Quốc và Ấn Độ cũng là 2 nước xuất khẩu nguyên liệu dược phẩm hàng đầu - đặc biệt là nguyên liệu sản xuất thuốc generic - nhờ lợi thế về quy mô và chi phí.

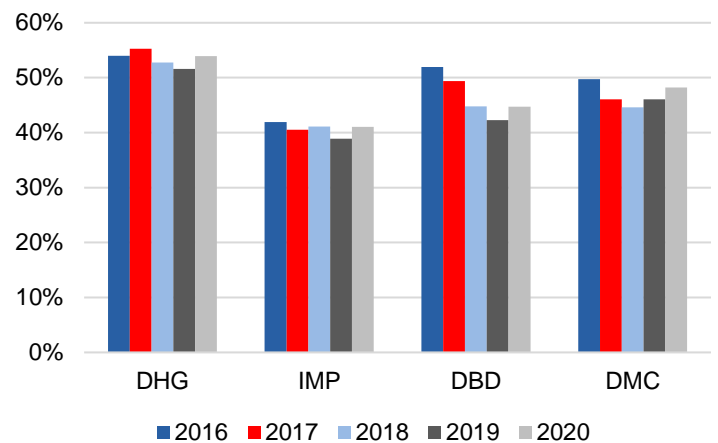
Việc phụ thuộc vào nguyên liệu nhập khẩu khiến các công ty dược của Việt Nam gặp rủi ro liên quan đến biến động giá nguyên liệu của Trung Quốc và Ấn Độ cũng như tỷ giá hối đoái. Ví dụ, giá API của Trung Quốc tăng do kết quả của các biện pháp giảm ô nhiễm môi trường của Trung Quốc đã phần nào ảnh hưởng đến biên LN gộp của các nhà sản xuất dược phẩm của Việt Nam trong năm 2018-2019.

Hình 8: Cơ cấu nguyên liệu dược nhập khẩu của Việt Nam theo từng quốc gia (triệu USD)



Nguồn: TCHQ, VCSC tổng hợp

Hình 9: Biên LN gộp của các sản phẩm tự sản xuất của các công ty dược hàng đầu



Nguồn: Thông tin từ công ty, VCSC tổng hợp

Những công ty trong nước với công nghệ tiên tiến để trúng thầu vào các nhóm thuốc bậc cao nhất tại kênh bệnh viện đang có vị thế tốt để tăng trưởng cao hơn trung bình ngành

Các bệnh viện công được yêu cầu mua thuốc thông qua quy trình đấu thầu nhằm giảm giá mua thuốc cho các bệnh viện. Đấu thầu thuốc được thực hiện ở tất cả các tuyến y tế công lập, từ các bệnh viện tuyến quận/huyện, tỉnh/thành phố, trung ương đến các Sở Y tế khu vực. Năm 2018, Việt Nam bắt đầu đấu thầu thuốc tập trung (cấp quốc gia), diễn ra 2 năm một lần so với đấu thầu thường niên của các cấp thấp hơn.

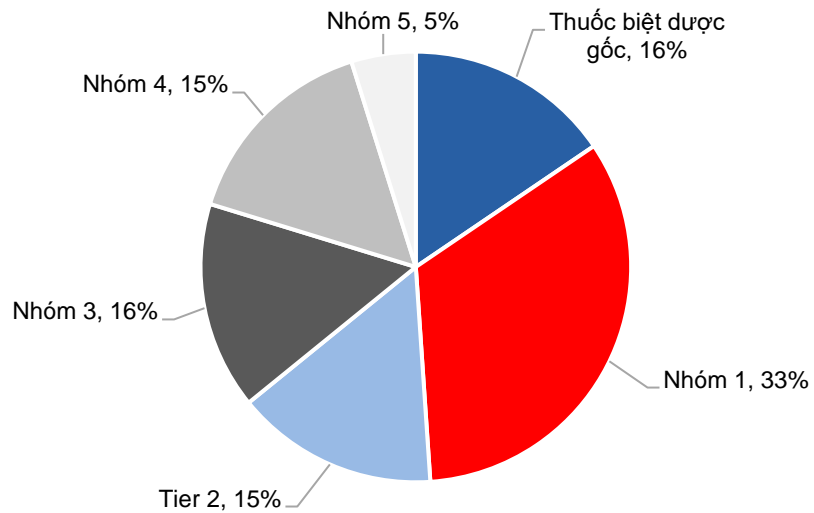
Kể từ năm 2013, “giá thấp nhất cho các sản phẩm đáp ứng cùng các rào cản kỹ thuật” đã là nguyên tắc chính quá trình đấu thầu thuốc. Tuy nhiên, chất lượng thuốc và sự khác biệt về tiêu chuẩn thuốc bắt đầu được chú trọng nhiều hơn vào năm 2016. Vui lòng xem Hình 11 để mô tả sự tiến triển của các quy định về đấu thầu thuốc và Hình 12 về những thay đổi về yêu cầu kỹ thuật theo từng quy định.

Cơ cấu đấu thầu thuốc bệnh viện hiện nay có xu hướng ưu tiên các loại thuốc sản xuất trong nước, có chất lượng cao. Theo Luật Dược Việt Nam 2016, yêu cầu quan trọng của Chính phủ đối với ngành dược là đảm bảo cung ứng đủ, kịp thời thuốc với chất lượng tốt, giá cả hợp lý đồng thời khuyến khích sản xuất thuốc trong nước.

Việc khuyến khích chất lượng thuốc đã được nhấn mạnh bởi Thông tư 15/2019 đã nâng cao các yêu cầu về chất lượng thuốc trong đấu thầu thuốc (Hình 12). Giờ đây, chỉ những thuốc EU-GMP hoặc (1) được sản xuất hoàn toàn tại một quốc gia SRA (xem định nghĩa về một quốc gia SRA ở trang 10) hoặc (2) được sản xuất tại Việt Nam và được cấp phép lưu hành bởi một quốc gia SRA mới đủ điều kiện tham gia thuốc Nhóm 1 của quy trình đấu thầu bệnh viện công lập. Trong khi đó, Nhóm 2 trong đấu thầu thuốc công khai bị thu hẹp đối với thuốc EU-GMP (bao gồm cả thuốc không đủ điều kiện cho Nhóm 1) và thuốc được sản xuất hoàn toàn bằng dây chuyền sản xuất tại một quốc gia là thành viên của cả PIC/S và ICH (xem chi tiết hơn trong Hình 12).

Ở thuốc Nhóm 1 và Nhóm 2, thuốc sản xuất trong nước có khả năng cạnh tranh về giá so với thuốc nhập khẩu nhờ chi phí xây dựng nhà máy và chi phí vận hành thấp hơn (ví dụ: lao động, đất, điện nước và xử lý môi trường). Do đó, thuốc sản xuất trong nước sẽ có lợi thế hơn so với thuốc nhập khẩu khi đấu thầu ở 2 Nhóm này với nguyên tắc chỉ đạo nêu trên là “giá thấp nhất đối với sản phẩm có cùng tiêu chí chất lượng” trong quy trình đấu thầu thuốc.

Hình 10: Kết quả đấu thầu thuốc tại các bệnh viện công năm 2020



Nguồn: DAV, VCSC tổng hợp (Nhóm 1-5 đều là thuốc generic)

Luật Thuốc năm 2016 của Việt Nam cũng không cho phép các bệnh viện công lập mua thuốc nhập khẩu nếu thuốc trong nước có thể thay thế hoàn toàn về dược lý, giá cả và khả năng cung ứng. Cụ thể, một loại thuốc sẽ được thêm vào “danh sách cấm nhập khẩu” này nếu ít nhất 3 nhà sản xuất trong nước có thể sản xuất thuốc đó với tiêu chuẩn chất lượng tương đương và giá thấp hơn so với thuốc thay thế nhập khẩu. Năm 2016, có 146 loại thuốc “cấm nhập khẩu”, tất cả đều đạt tiêu chuẩn WHO-GMP. Năm 2019, danh sách này đã được mở rộng lên 640 loại thuốc và bao gồm 4 loại thuốc EU-GMP.

Hình 11: Sự phát triển trong quy định đấu thầu thuốc trong kênh bệnh viện

Giai đoạn	Xu hướng chung	Quy định	Các quy định và tác động chính
Trước 2013	Ưu tiên chất lượng	TTLT 10/2007/TTLT-BYT-BTC1 25/08/2007	Không có sự phân biệt nhóm thuốc cũng như chi tiết về tiêu chí lựa chọn thuốc. Những công ty trúng thầu thường là những đơn vị có thể cung cấp thuốc chất lượng với giá cả hợp lý. Trong số những loại thuốc đáp ứng được các rào cản kỹ thuật - vốn không mấy thách thức - thì thuốc nào có giá thấp nhất sẽ thắng thầu.
2013-2016	Ưu tiên giá thành thấp	TTLT 01/2012/TTLT-BYT-BTC, 01/06/2012	Quy định không phân biệt thuốc đạt tiêu chuẩn EU-GMP và PIC/S do các nước thành viên ICH cấp (tức là chất lượng cao nhất) và thuốc đạt tiêu chuẩn EU-GMP và PIC/S do các nước không phải là thành viên ICH cấp (nghĩa là của chất lượng thấp hơn các nước thành viên ICH). Do đó, các loại thuốc đạt tiêu chuẩn EU-GMP và PIC/S do các nước thành viên ICH cấp - thường có giá thành sản xuất cao hơn - đã gặp bất lợi trong quá trình đấu thầu.
		TTLT 36/2013/TTLT-BYT-BTC, 01/01/20214	Thông tư này xác định lại các nhóm thuốc, trong đó thay đổi đáng chú ý nhất là tách tiêu chuẩn EU-GMP và PIC/S do các nước thành viên ICH cấp và tiêu chuẩn EU-GMP và PIC/S do các nước không phải là thành viên ICH cấp (Hình 12).
		TTLT 31/2014/TTLT-BYT-BTC, 26/09/2014	Thông tư này đưa ra một bảng điểm cho các rào cản kỹ thuật với tỷ trọng chất lượng thuốc là 70% và đóng gói, bảo quản và phân phối là 30%. Thuốc đấu thầu cần đạt được tổng điểm tối thiểu là 80%, cao hơn so với 70% trước đây. Tuy nhiên, nhìn chung, đây vẫn chưa phải là một rào cản chất lượng lớn để vượt qua.
Sau 2016	Ưu tiên thuốc chất lượng cao, được sản xuất trong nước	TT 11/2016/TT-BYT, 01/07/2016	Thông tư này đã thay đổi hệ thống tính điểm và quy định rằng các công ty trúng thầu sẽ là những nhà thầu có tổng điểm chất lượng và giá cả cao nhất thay vì rẻ nhất trong số các nhà thầu đủ điều kiện như trước đây. Mặc dù sự thay đổi này đã thêm một số nhấn mạnh vào chất lượng, nhưng trên thực tế, giá cả vẫn là yếu tố quyết định chính.
		Luật 105/2016/QH13 về thuốc, 01/07/2017	Không được phép nhập khẩu thuốc nếu có thể được thay thế hoàn toàn bằng thuốc trong nước về dược lý, giá cả và khả năng cung ứng.
		TT 15/2019/TT-BYT, 01/10/2019	Các nhóm thuốc được định nghĩa lại nhiều hơn, trong đó thuốc đạt tiêu chuẩn PIC/S-GMP do một quốc gia không phải là thành viên ICH ban hành sẽ bị loại khỏi Nhóm 2, do đó có lợi cho thuốc đạt tiêu chuẩn EU-GMP và tiêu chuẩn PIC/S được cấp bởi quốc gia thành viên ICH.

Nguồn: VCSC tổng hợp

Hình 12: Tổng hợp quy định về chất lượng đầu thầu thuốc generic tại Việt Nam

Tiêu chuẩn chất lượng	TTLT 01/2012/TTLT-BYT-BTC	TTLT 36/2013/TTLT-BYT-BTC	TTLT 11/2016/TT-BYT	TTLT 15/2019/TT-BYT
Nhóm 1	<ul style="list-style-type: none"> • Có hiệu lực từ ngày 01/06/2012 • Thuốc được sản xuất tại quốc gia EMA, ICH hoặc PIC/S. 	<ul style="list-style-type: none"> • Có hiệu lực từ ngày 01/01/2014 • Thuốc được sản xuất trên dây chuyền đạt tiêu chuẩn EU-GMP hoặc PIC/S-GMP do một quốc gia thành viên ICH cấp. • Thuốc đạt tiêu chuẩn WHO-GMP và có giấy chứng nhận lưu hành tự do tại quốc gia thành viên ICH. 	<ul style="list-style-type: none"> • Có hiệu lực từ ngày 01/07/2016 • Thuốc được sản xuất theo dây chuyền đạt tiêu chuẩn EU-GMP hoặc PIC/S-GMP tại nhà máy ở Úc hoặc quốc gia ICH. • Thuốc đạt tiêu chuẩn WHO-GMP và có giấy chứng nhận lưu hành tự do tại Úc hoặc một quốc gia ICH. 	<ul style="list-style-type: none"> • Có hiệu lực từ ngày 01/10/2019 • Thuốc tuân thủ các tiêu chuẩn EU-GMP hoặc các thuốc tương đương và được sản xuất hoàn toàn tại một quốc gia SRA. • Thuốc EU-GMP (và các thuốc tương đương) được sản xuất hoàn toàn tại Việt Nam và có giấy chứng nhận lưu hành tại quốc gia SRA. • Thuốc thuộc danh mục thuốc độc quyền, thuốc sinh học đối chứng do Bộ Y tế công bố, trừ thuốc độc quyền do Bộ Y tế và công ty dược thỏa thuận về giá.
Nhóm 2	<ul style="list-style-type: none"> • Thuốc đạt tiêu chuẩn WHO-GMP. 	<ul style="list-style-type: none"> • Thuốc đạt tiêu chuẩn EU-GMP hoặc PIC/S-GMP do quốc gia không thuộc ICH cấp. • Thuốc được nhượng quyền bởi cơ sở sản xuất đạt tiêu chuẩn EU-GMP hoặc PIC/S-GMP do quốc gia ICH cấp và được sản xuất tại cơ sở đạt tiêu chuẩn WHO-GMP. 	<ul style="list-style-type: none"> • Thuốc đạt tiêu chuẩn EU-GMP hoặc PIC/S-GMP do quốc gia không thuộc ICH cấp (trừ Úc). 	<ul style="list-style-type: none"> • Thuốc EU-GMP khác. • Thuốc được sản xuất hoàn toàn bằng dây chuyền sản xuất tại quốc gia là quốc gia thành viên của cả PIC / S và ICH.
Nhóm 3	<ul style="list-style-type: none"> • Thuốc có bằng chứng về tương đương sinh học do Bộ Y tế công bố. 	<ul style="list-style-type: none"> • Thuốc đạt tiêu chuẩn WHO-GMP. 	<ul style="list-style-type: none"> • Thuốc đạt tiêu chuẩn WHO-GMP. 	<ul style="list-style-type: none"> • Thuốc đạt tiêu chuẩn WHO-GMP và có bằng chứng về tương đương sinh học do Bộ Y tế công bố.
Nhóm 4	<ul style="list-style-type: none"> • Các loại thuốc khác 	<ul style="list-style-type: none"> • Thuốc có bằng chứng về tương đương sinh học do Bộ Y tế công bố 	<ul style="list-style-type: none"> • Thuốc có bằng chứng về tương đương sinh học do Bộ Y tế công bố 	<ul style="list-style-type: none"> • Thuốc WHO-GMP khác sản xuất hoàn toàn tại Việt Nam.
Nhóm 5	N/A	<ul style="list-style-type: none"> • Các loại thuốc khác 	<ul style="list-style-type: none"> • Các loại thuốc khác 	<ul style="list-style-type: none"> • Thuốc WHO-GMP khác

Nguồn: Bộ Y tế, VCSC tổng hợp

Ghi chú của Hình 12:

Cơ quan y tế châu Âu (EMA) là cơ quan không tập trung của Liên minh châu Âu chịu trách nhiệm cho việc đánh giá khoa học, giám sát và an toàn theo dõi các loại thuốc trong EU. Danh sách các nước tham gia có thể xem thêm [ở đây](#).

Chương trình Hợp tác Thanh tra Dược phẩm (PIC/S) là một thỏa thuận hợp tác không ràng buộc, không chính thức giữa các cơ quan quản lý trong lĩnh vực thực hành sản xuất tốt (GMP) các sản phẩm thuốc dùng cho người hoặc thú y. Tiêu chuẩn này được mở cho bất kỳ cơ quan có thẩm quyền nào có hệ thống kiểm tra GMP tương đương. PIC/S hiện nay bao gồm 52 cơ quan tham gia từ khắp nơi trên thế giới. Danh sách các quốc gia tham gia có thể tham khảo [tại đây](#).

Ghi chú cho Hình 12 (tiếp theo):

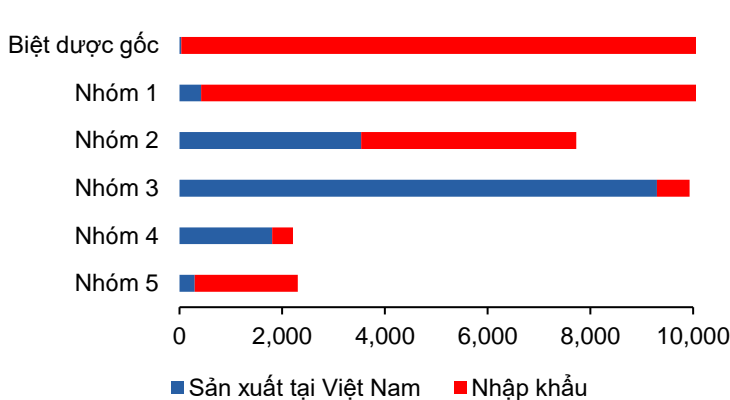
Hội đồng quốc tế về hòa hợp các yêu cầu kỹ thuật đối với dược phẩm dùng cho người (ICH) là một sáng kiến tập hợp các cơ quan quản lý và ngành công nghiệp dược phẩm để thảo luận và đưa ra các hướng dẫn hài hòa về các khía cạnh khoa học và kỹ thuật của việc phát triển và đăng ký sản phẩm dược phẩm. ICH hiện có 16 cơ quan chức năng tham gia và 32 quan sát viên, có thể tham khảo [tại đây](#).

Cơ quan tuân thủ quy định (SRA) bao gồm các thành viên và quan sát viên trước ngày 23/10/2015 của ICH, và cơ quan quản lý liên quan đến một thành viên ICH thông qua thỏa thuận công nhận lẫn nhau về mặt pháp lý ràng buộc trước ngày 23/10/2015. 36 thành viên SRA bao gồm các quốc gia Mỹ, Nhật Bản, Canada, Úc, Áo, Bỉ, Bulgaria, Croatia, Síp, Cộng hòa Séc, Đan Mạch, Estonia, Phần Lan, Pháp, Đức, Hy Lạp, Hungary, Iceland, Ireland, Ý, Latvia, Liechtenstein, Lithuania, Luxembourg, Malta, Hà Lan, Na Uy, Ba Lan, Bồ Đào Nha, Romania, Slovakia, Slovenia, Tây Ban Nha, Thụy Điển, Thụy Sĩ và Vương quốc Anh.

Đầu tư vào cơ sở vật chất đạt tiêu chuẩn EU-GMP hoặc các tiêu chuẩn tương đương để tăng trưởng kênh bệnh viện là xu hướng chung của các công ty dược hàng đầu

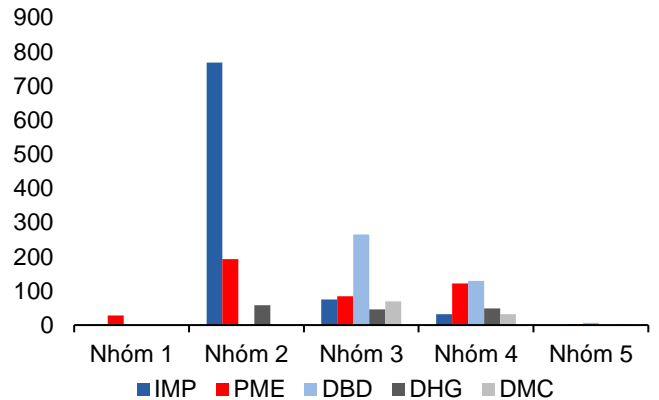
Như chúng tôi đã đề cập trước đó, do hạn chế về chuyên môn và đầu tư vào R&D, các công ty dược phẩm trong nước chủ yếu sản xuất thuốc generic và thực phẩm chức năng thông thường. Với số lượng lớn các đối thủ cạnh tranh và công nghệ sản xuất khá đồng đều (đạt tiêu chuẩn WHO-GMP), sự cạnh tranh là khá gay gắt giữa các công ty dược trong nước là không tránh khỏi. Do đó, đầu tư vào các cơ sở sản xuất đạt tiêu chuẩn EU-GMP hoặc tiêu chuẩn tương đương đang là xu hướng phổ biến của các công ty dược hàng đầu vì sẽ cho phép tham gia vào hai Nhóm có chất lượng cao nhất của cuộc đấu thầu thuốc công lập. Trong số các công ty niêm yết, PME và IMP là những công ty tiên phong đầu tư sớm vào các cơ sở đạt chuẩn EU-GMP, tiếp theo là DHG với dây chuyền sản xuất đạt chuẩn GMP Nhật Bản mới được hoàn thành gần đây.

Hình 13: Giá trị trúng thầu trong kênh bán bệnh viện theo từng nhóm thuốc năm 2020 (tỷ đồng)



Nguồn: DAV, VCSC tổng hợp

Hình 14: Giá trị trúng thầu thành công của các công ty dược hàng đầu năm 2020 (tỷ đồng)



Nguồn: DAV, VCSC tổng hợp

Hình 15: Các cơ sở sản xuất thuốc tại Việt Nam đạt tiêu chuẩn EU-GMP hoặc tương đương (2020)

Công ty	Tiêu chuẩn	Nhà máy	Sản phẩm	Ngày phê duyệt
Imexpharm (HSX: IMP)	EU-GMP	Nhà máy kháng sinh công nghệ cao Vĩnh Lộc (IMP2)	Thuốc kháng sinh penicillin như amoxicillin và kháng beta-lactamase.	01/2019
	EU-GMP	Nhà máy Bình Dương (IMP3)	Các cephalosporin uống và tiêm tĩnh mạch như cefotaxime, cloxacillin và cefoxitin. Penicillin tiêm tĩnh mạch như amoxicillin và các thuốc kháng beta-lactamase.	Gia hạn tháng 7/2019 (cấp ban đầu tháng 9/2016)
Pymepharco (HSX: PME)	EU-GMP	Beta-lactam đường uống	Cephalosporin đường uống. Cefaclor dạng uống và cefpodoxime dạng uống.	11/2017 11/2017
	EU-GMP	Beta-lactam dạng tiêm	Cephalosporin tiêm tĩnh mạch	02/2018
Medochemie	EU-GMP	Cơ sở cephalosporin vô trùng	Cephalosporin tiêm tĩnh mạch	06/2017
	EU-GMP	Nhà máy đường ống	Thuốc viên và viên nén không vô trùng	03/2018
Stellapharm	EU-GMP	Chi nhánh 1	Thuốc viên và viên nén không vô trùng	05/2019
Savipharm	EU-GMP	Nhà máy Tân Thuận	Thuốc viên và viên nén không vô trùng	08/2019
Tenamyd	EU-GMP	Nhà máy Tân Thuận	Thuốc kháng sinh beta-lactam tiêm tĩnh mạch	06/2017
Rohto-Mentholatum	Nhật Bản-GMP	Nhà máy Bình Dương	Vô trùng: thuốc nhỏ mắt;	02/2019
			Không vô trùng: kem, gel và thuốc mỡ	
Dược Hậu Giang (HSX: DHG)	Nhật Bản-GMP	Nhà máy Tân Phú Thạnh	Viên nén không vô trùng	05/2019

Nguồn: DAV, VCSC tổng hợp

Sự hiện diện đáng kể của các nhà đầu tư chiến lược nước ngoài trong các công ty dược phẩm trong nước - một sự hợp tác đôi bên cùng có lợi

Ngành dược phẩm Việt Nam đã chứng kiến các khoản đầu tư gián tiếp từ nước ngoài khá sôi động trong những năm qua. Trong khi các nhà đầu tư chiến lược nước ngoài tìm cách tiếp cận thị trường trong nước nhanh chóng thông qua hệ thống sản xuất và phân phối hiện có, các công ty dược trong nước tìm kiếm sự hỗ trợ từ các đối tác nước ngoài về công nghệ sản xuất, phát triển sản phẩm và cơ hội xuất khẩu. Mặt trái của xu hướng này là hầu hết các cổ phiếu dược Việt Nam niêm yết đều bị nắm giữ khá tập trung bởi các NĐT chiến lược và chủ sở hữu, khiến thanh khoản giao dịch là khá thấp.

Dưới đây là các giao dịch M&A đáng chú ý trong lĩnh vực dược phẩm của Việt Nam:

- Pymepharco (PME) - Stada Arzneimittel AG (“Stada” - công ty dược phẩm từ Đức):** Stada trở thành đối tác chiến lược của PME vào năm 2008 thông qua phát hành riêng lẻ, sau đó là nhiều đợt mua thêm cổ phần, nâng tỷ lệ sở hữu tại PME lên 89,5% tính đến hiện tại. Được sự hỗ trợ của Stada, PME đã thành công đạt được chứng nhận EU-GMP cho nhà máy đầu tiên vào năm 2013 và là một trong những công ty trong nước đầu tiên áp dụng tiêu chuẩn này. Một phần nhờ vào lợi thế đi đầu, PME đã trở thành nhà sản xuất thuốc hàng đầu Việt Nam trong kênh bệnh viện, nơi công ty tập trung vào 2 Nhóm thuốc chất lượng cao nhất.
- Domesco (DMC) - Abbott Laboratories (“Abbott” – tập đoàn thiết bị y tế và chăm sóc sức khỏe từ Mỹ):** Năm 2011, CFR International SpA (“CFR” - một công ty dược phẩm có

trụ sở tại Chile đã được Abbott mua lại vào năm 2014) thâu tóm 44,7% cổ phần tại DMC từ các NĐT tổ chức khác nhau trước khi nâng cổ phần lên 51,7% vào năm 2016. Năm 2017, CFR đã chuyển nhượng toàn bộ cổ phần của mình tại DMC cho Abbott. Tuy nhiên, theo quan sát của chúng tôi, Abbott chưa có những đóng góp đáng kể cho hoạt động kinh doanh của DMC, điều mà chúng tôi cho rằng có thể là do DMC không phải là ưu tiên của Abbott. Khoản đầu tư ban đầu vào DMC được thực hiện bởi CFR trước khi nó trở thành công ty con của Abbott.

- **DHG - Taisho Pharmaceutical (“Taisho” - công ty dược phẩm từ Nhật Bản):** Taisho trở thành nhà đầu tư chiến lược của DHG vào năm 2016 thông qua thương vụ mua lại 24,4% cổ phần trước khi nâng sở hữu lên 51% vào năm 2019. Taisho đã góp phần cải thiện hoạt động kinh doanh của DHG trên nhiều khía cạnh, bao gồm tối ưu hóa chi phí, tối ưu hóa vốn lưu động, nâng cấp công nghệ sản xuất và phát triển sản phẩm. Về công nghệ sản xuất, Taisho đã giúp DHG nâng cấp 2 dây chuyền sản xuất lên tiêu chuẩn GMP Nhật Bản (một tiêu chuẩn hàng đầu). DHG cũng đang xây dựng nhà máy sản xuất thuốc kháng sinh mới theo tiêu chuẩn GMP Nhật Bản. Về phát triển sản phẩm, Taisho đang trong quá trình chuyển giao các loại thuốc điều trị các bệnh đời sống cho DHG, dự kiến đóng góp dưới 100 tỷ đồng doanh thu vào năm 2021 so với dự báo doanh thu của chúng tôi là 3,4 nghìn tỷ đồng cho DHG.
- **Mekophar (MKP) - Nipro Corp (công ty dược phẩm từ Nhật Bản):** Nipro là nhà đầu tư chiến lược của MKP từ năm 2016 với tỷ lệ sở hữu hiện tại là 18,6%. Cuối năm 2019, với sự hỗ trợ của Nipro, MKP đã hoàn thành nhà máy mới theo tiêu chuẩn GMP Nhật Bản. Khác với các công ty cùng ngành, thay vì tận dụng nhà máy này để thâm nhập vào kênh bệnh viện tại Việt Nam, nhà máy mới của MKP đóng vai trò là trung tâm sản xuất cho Nipro, nơi sản phẩm của MKP sẽ được xuất khẩu ra thị trường quốc tế dưới thương hiệu của Nipro.
- **Traphaco (TRA) - Daewoong Pharma (“Daewoong” - công ty dược phẩm Hàn Quốc):** Daewoong là nhà đầu tư chiến lược của TRA từ năm 2018 với tỷ lệ sở hữu hiện tại là ~ 40%, theo ước tính của chúng tôi. Daewoong đang thúc đẩy chiến lược của TRA là tăng cường kinh doanh thuốc tân dược (chiếm khoảng 20% tổng doanh thu năm 2020) bên cạnh việc mảng kinh doanh Đông dược đang dẫn đầu thị trường. Trong quý 1/2021, Daewoong đã hoàn thành việc chuyển giao 7 loại thuốc tân dược trong các danh mục thuốc đặc trị (ví dụ: tiểu đường, tiêu hóa và tim mạch) cho TRA và dự kiến sẽ tiếp tục việc này trong tương lai.
- **Imexpharm (IMP) - SK Group (“SK” - một tập đoàn đa ngành từ Hàn Quốc):** SK đã mua lại cổ phần đáng kể tại IMP vào năm 2020 và tỷ lệ sở hữu hiện tại là 29,4%. Theo quan điểm của chúng tôi, các lĩnh vực chính mà SK có thể hỗ trợ IMP là xuất khẩu và thu mua nguyên liệu chung.

So sánh giữa các công ty dược niêm yết

Mô hình kinh doanh

Hình 16: Phân tích mô hình kinh doanh giữa các công ty dược niêm yết của VCSC¹

	DHG	TRA	IMP	PME	DBD
Mảng kinh doanh chính	Các danh mục sản phẩm chính bao gồm thuốc kháng sinh uống, thuốc giảm đau và thuốc hạ sốt. Kênh nhà thuốc chiếm 86% doanh thu của DHG vào năm 2020.	Công ty số 1 trong mảng thuốc Đông dược Kênh nhà thuốc là kênh phân phối chính.	Thuốc kháng sinh beta-lactam là sản phẩm chủ lực. Kênh Bệnh viện - đặc biệt là phân khúc thuốc chất lượng cao - là kênh phân phối chính.	Tương tự IMP	Thuốc kháng sinh beta-lactam và thuốc điều trị ung thư là những sản phẩm chủ lực. Kênh bệnh viện - đặc biệt là Nhóm 3 trở xuống - là kênh phân phối chính.

¹ Xem tiếp trang sau

Thể mạnh	<p>Sở hữu hệ thống phân phối rộng nhất trong kênh nhà thuốc (Hình 19).</p> <p>Danh tiếng lớn trong danh mục thuốc giảm đau, hạ sốt và kháng sinh uống. DHG chiếm khoảng 9% (số 2 trên toàn quốc) thị phần vào năm 2020 trong mảng kháng sinh uống, theo IQVIA.</p>	<p>Phân phối rộng khắp kênh nhà thuốc (đứng thứ 2 sau DHG về số khách hàng nhà thuốc đang hoạt động).</p>	<p>Một trong những đơn vị có năng lực sản xuất theo tiêu chuẩn EU-GMP lớn nhất tại Việt Nam.</p> <p>Vị thế mạnh trong mảng kháng sinh. Theo IQVIA, IMP lần lượt xếp thứ 4 và 8 về doanh thu đối với thuốc kháng sinh uống và kháng sinh tiêm vào năm 2020.</p>	<p>Một trong những đơn vị có năng lực sản xuất EU-GMP lớn nhất tại Việt Nam.</p> <p>Có sự hỗ trợ mạnh mẽ từ công ty mẹ Stada về công nghệ, thu mua nguyên liệu và chuyển giao sản phẩm.</p> <p>Vị thế mạnh về kháng sinh. PME đứng thứ ba về doanh số bán thuốc kháng sinh uống vào năm 2020, theo IQVIA.</p>	<p>Công ty nội địa lớn nhất về thuốc điều trị ung thư, được giới thiệu vào năm 2012.</p> <p>Phạm vi phân phối rộng trong kênh bệnh viện, trong đó DBD tiếp cận tới khoảng 50% cơ sở y tế tại Việt Nam.</p> <p>DBD lần lượt giành vị trí thứ 14 và 10 về kháng sinh uống và kháng sinh tiêm vào năm 2020, theo IQVIA.</p>
Điểm yếu	<p>Tỷ lệ doanh thu thấp trong kênh bệnh viện vốn đang phát triển nhanh (Hình 18), do công nghệ sản xuất còn hạn chế. Hầu hết các dây chuyền sản xuất của DHG đều theo tiêu chuẩn WHO-GMP.</p>	<p>Sự hiện diện hạn chế trong thuốc tân dược, chiếm khoảng 20% doanh thu của TRA.</p>	<p>Sự hiện diện hạn chế trong phân khúc non beta-lactam như thuốc kháng sinh non beta-lactam và thuốc đặc trị - đặc biệt là ở các cấp chất lượng cao của kênh bệnh viện.</p>	<p>Tương tự IMP.</p>	<p>Thiếu công nghệ sản xuất tiên tiến khi tất cả các cơ sở hiện tại của DBD đều theo tiêu chuẩn WHO-GMP, điều này ngăn cản DBD thâm nhập vào phân khúc Nhóm 1 và Nhóm 2 có giá trị cao trong kênh bệnh viện.</p> <p>Kênh nhà thuốc của DBD còn thua kém các công ty lớn khác về cả chiều rộng và chiều sâu (Hình 18 & 19).</p>
Chiến lược	<p>Củng cố vị thế trong kênh nhà thuốc với các sản phẩm mới được chuyển giao từ Taisho, bao gồm các loại thuốc điều trị các bệnh về đời sống như thuốc thần kinh, tim mạch và tiêu hóa.</p> <p>Đầu tư vào nhà máy sản xuất thuốc kháng sinh đạt tiêu chuẩn GMP của Nhật Bản, dự kiến sẽ bắt đầu hoạt động vào cuối năm 2024. Nhà máy này sẽ có thể cạnh tranh ở các Nhóm thuốc chất lượng cao của kênh bệnh viện.</p>	<p>Thâm nhập kênh bệnh viện với các loại thuốc đặc trị được chuyển giao từ Daewoong Pharma. TRA cũng đang tuyển dụng nhân sự cấp cao cho bộ phận chuyên trách kênh bệnh viện của mình.</p>	<p>Thâm nhập các danh mục thuốc non beta-lactam trong kênh bệnh viện với một nhà máy EU-GMP sắp bắt đầu hoạt động vào giữa năm 2022.</p> <p>Tận dụng mạng lưới quốc tế của SK để thúc đẩy xuất khẩu.</p>	<p>Tương tự như IMP, PME đã hoàn thành việc xây dựng một nhà máy sản xuất non beta-lactam theo tiêu chuẩn EU-GMP, dự kiến đi vào hoạt động vào năm 2022.</p> <p>Tận dụng mạng lưới quốc tế của Stada để thúc đẩy xuất khẩu.</p>	<p>DBD đang đầu tư vào một nhà máy sản xuất thuốc điều trị ung thư theo tiêu chuẩn EU-GMP đang chờ được phê duyệt. DBD cũng có kế hoạch xây 2 nhà máy EU-GMP khác để nâng cấp toàn bộ danh mục sản phẩm dành riêng cho kênh bệnh viện lên tiêu chuẩn EU-GMP.</p> <p>DBD hiện đang tái cấu trúc chiến lược phân phối kênh nhà thuốc, đặc biệt là mở rộng điểm bán chứ không còn phải dựa vào một nhóm nhỏ các nhà thuốc lớn. Để hỗ trợ nỗ lực này, DBD đang mở rộng lực lượng bán hàng, thắt chặt các quy trình hoạt động tiêu chuẩn cho lực lượng bán hàng cũng như tăng</p>

Nguồn: VCSC

Tài chính

Nhìn chung, có 2 điểm khác biệt cơ bản về biên LN và cơ cấu vốn lưu động giữa các công ty được tập trung vào kênh nhà thuốc và các công ty tập trung vào kênh bệnh viện:

- Các công ty tập trung vào kênh nhà thuốc (ví dụ: DHG và TRA) có xu hướng tạo ra biên LN gộp cao hơn so với các công ty cùng ngành hướng đến kênh bệnh viện (ví dụ: IMP, PME và DBD) do giá trị đơn hàng lớn và quy trình đấu thầu thuốc cạnh tranh về giá của kênh bệnh viện. Tuy nhiên, kênh nhà thuốc cũng đòi hỏi chi phí bán hàng cao hơn cho lực lượng bán hàng cũng như các hoạt động tiếp thị. Nhìn chung, dựa trên các trao đổi của chúng tôi với các công ty được phỏng vấn, biên LN từ HĐKD của 2 kênh bán này không có sự khác biệt lớn.

- Kênh bệnh viện thường có thời gian phải thu dài hơn khi giá trị đơn hàng lớn và theo truyền thống, các đối tác thuộc Nhà nước sẽ mất nhiều thời gian để thanh toán. Ví dụ: có thể mất đến 6 tháng để Quỹ Bảo hiểm Y tế thanh toán.

Hình 17: So sánh tình hình tài chính giữa các công ty dược hàng đầu niêm yết

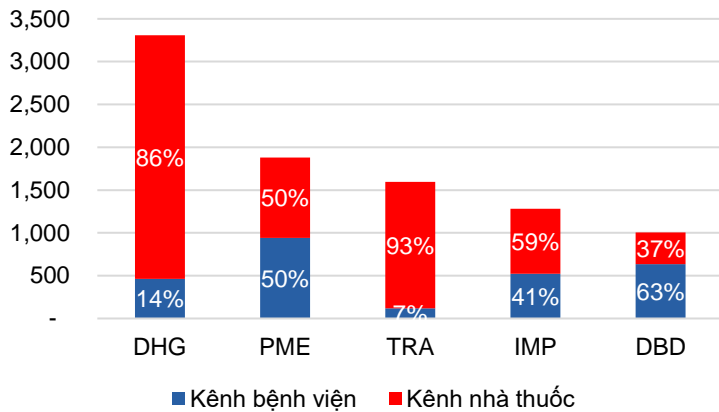
	DHG	TRA	IMP	PME	DBD
Biên LN	Nằm trong số các công ty dẫn đầu về biên LN gộp và LN từ HĐKD nhờ mạng lưới phân phối rộng khắp và kiểm soát hoạt động hiệu quả (Hình 18).	Đứng đầu về biên LN gộp nhờ tập trung vào thuốc Đông dược có biên lợi nhuận cao. Tuy nhiên, sự cạnh tranh khốc liệt trong lĩnh vực thuốc Đông dược dẫn đến chi tiêu tiếp thị tăng cao, điều này làm hạn chế biên LN từ HĐKD của TRA.	IMP hiện tạo ra biên LN thấp hơn PME, mà chúng tôi cho rằng một phần là do IMP có công suất sử dụng nhà máy thấp hơn do một phần đáng kể trong công suất EU-GMP mới đi vào hoạt động trong những năm gần đây.	Biên lợi nhuận cao, ngay cả về biên lợi nhuận gộp mặc dù tỷ lệ doanh thu từ kênh bệnh viện lớn. Theo ban lãnh đạo, biên LN gộp cao của PME được hỗ trợ một phần bởi hoạt động mua sắm chung nguyên vật liệu với công ty mẹ Stada.	Biên lợi nhuận gộp của DBD thấp hơn so với các công ty lớn cùng ngành, điều mà chúng tôi cho là do sự cạnh tranh gay gắt về giá ở các nhóm thuốc có chất lượng thấp hơn (nhóm 3 trở xuống) của kênh bệnh viện.
Khả năng tạo ra mức sinh lời (ROE, ROIC)	Vượt trội so với các công ty cùng ngành (Hình 22) nhờ biên lợi nhuận ròng vượt trội và nhu cầu vốn đầu tư không đáng kể	Mặc dù biên lợi nhuận ròng nhỏ hơn, nhưng khả năng sinh lời từ vốn CSH của TRA tương đương với các công ty cùng ngành do HĐKD thuốc Đông dược thường ít thâm dụng vốn hơn thuốc tân dược.	Hiện tại đang thấp hơn các công ty cùng ngành do công suất sử dụng nhà máy thấp hơn và vốn đầu tư liên quan đến nhà máy IMP4 mới, đang chờ phê duyệt EU-GMP.	Phù hợp với các công ty cùng ngành do biên LN cao bù đắp vốn ràng buộc liên quan đến các khoản đầu tư liên tục vào nhà máy EU-GMP mới.	Mặc dù biên LN thấp so với các công ty cùng ngành, nhưng khả năng sinh lời trên vốn của DBD nhìn chung là tương đương với các công ty cùng ngành nhờ vốn đầu tư thấp trong vài năm qua.
Vốn lưu động	Số ngày phải thu nằm ở mức thấp (Hình 21) do DHG chủ yếu phân phối sản phẩm thông qua kênh nhà thuốc.	Số ngày phải thu nằm ở mức thấp hơn do TRA chủ yếu phân phối sản phẩm của mình qua kênh nhà thuốc.	So với PME và DBD, IMP có số ngày phải thu ngắn hơn đáng kể khi đấu thầu thuốc bệnh viện thông qua các đối tác địa phương. Cách làm này giúp IMP rút ngắn số ngày phải thu để đổi lấy hoa hồng trả cho các đối tác địa phương này. Chúng tôi ước tính rằng khoảng 80% giá trị trúng thầu của IMP	Số ngày phải thu ở mức cao khi PME chủ yếu phân phối sản phẩm của mình qua kênh bệnh viện.	Số ngày phải thu nằm ở mức cao do DBD chủ yếu phân phối sản phẩm của mình qua kênh bệnh viện.



trong gói thầu thuốc bệnh viện giai đoạn 2019-2020 được đấu bởi các đối tác địa phương.

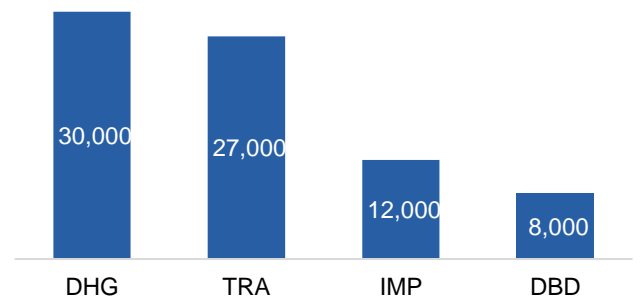
Nguồn: VCSC

Hình 18: Cơ cấu doanh thu theo kênh bán 2020 (tỷ đồng)



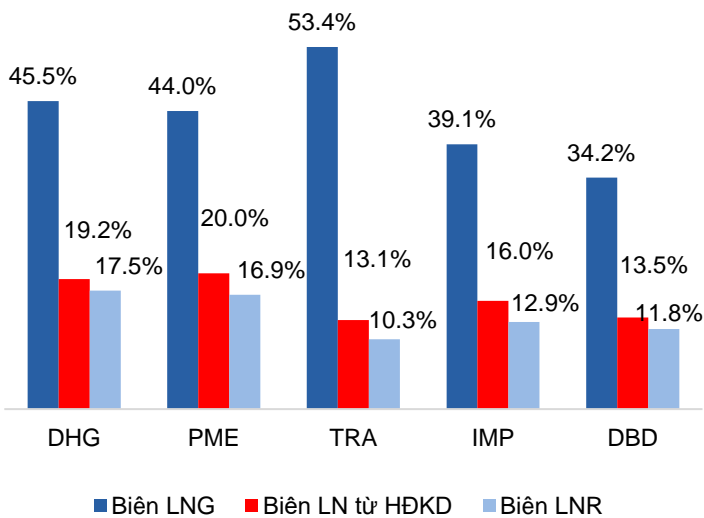
Nguồn: Thông tin từ công ty, VCSC ước tính

Hình 19: Số lượng các khách hàng nhà thuốc active năm 2020



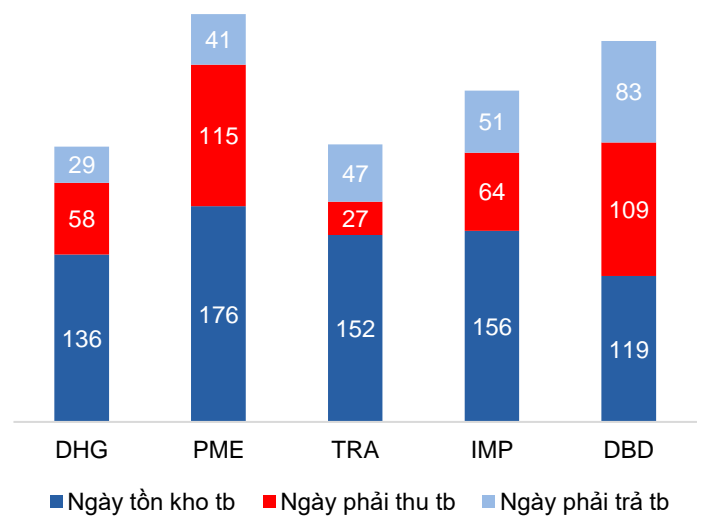
Nguồn: Thông tin từ công ty, VCSC tổng hợp

Hình 20: Biên LN gộp, Biên LN từ HĐKD và biên LN ròng trung bình 2018-2020



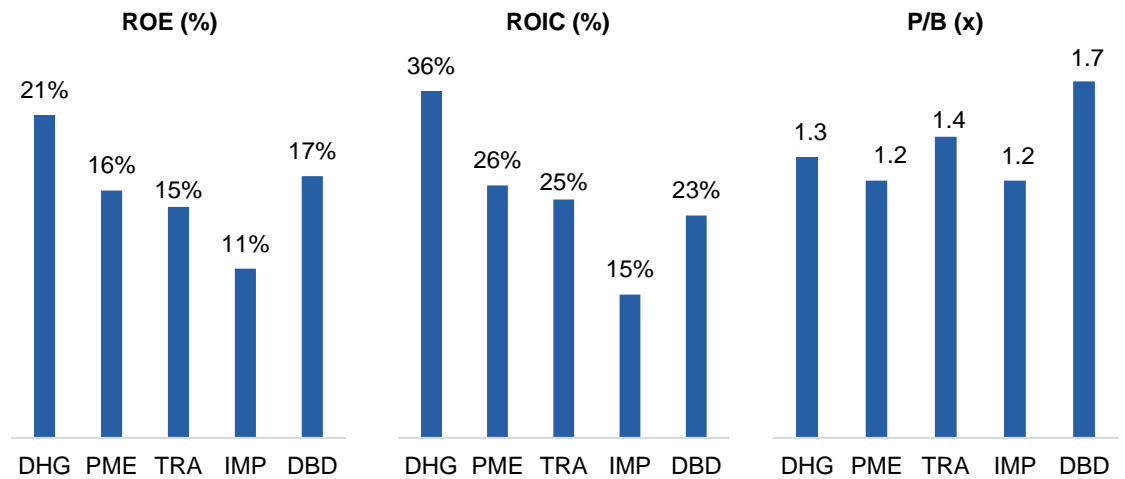
Nguồn: Thông tin từ công ty, VCSC

Hình 21: Số ngày tồn kho, số ngày phải thu và số ngày phải trả trung bình 2018-2020



Nguồn: Thông tin từ công ty VCSC tổng hợp

Hình 22: ROE, ROIC và tỷ lệ P/B giai đoạn 2018-2022

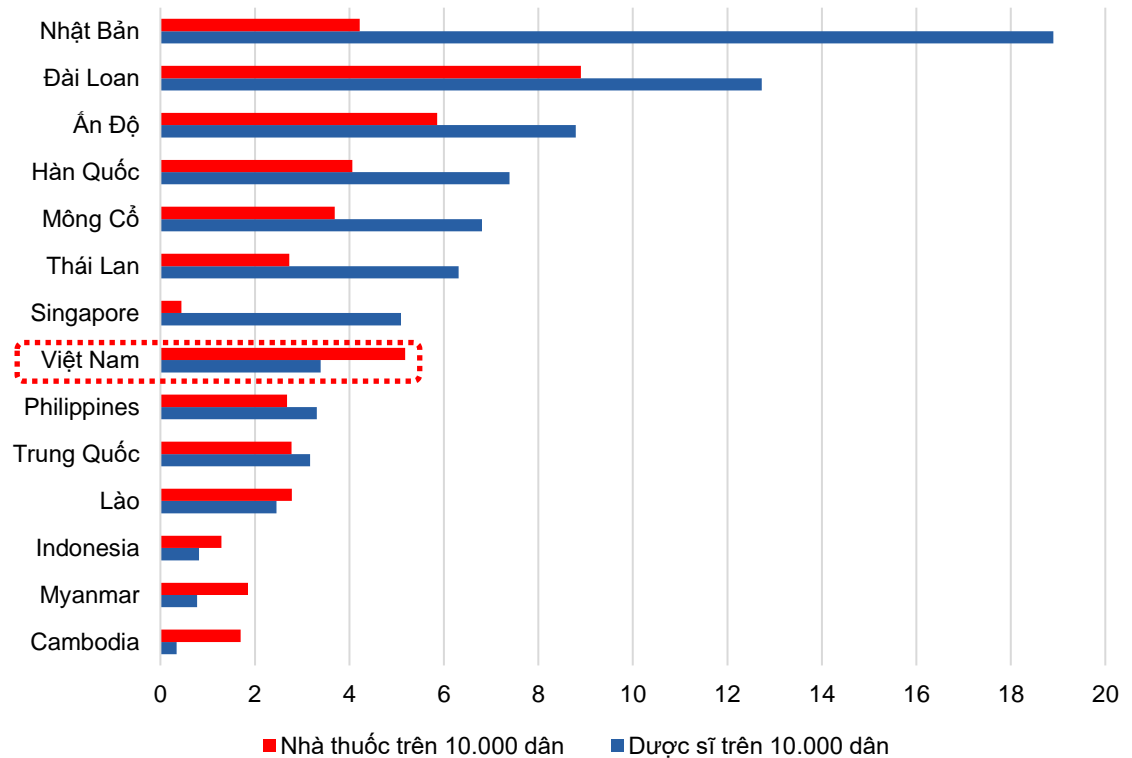


Nguồn: Thông tin từ công ty, VCSC; ROIC = LN từ HĐKD/(vốn CSH + nợ ròng)

Thị trường nhà thuốc: Các chuỗi nhà thuốc đang chiếm thị phần từ các nhà thuốc nhỏ lẻ

Thị trường dược phẩm ở Việt Nam có tính phân mảnh cao với khoảng 50.000 nhà thuốc - hầu hết là các cơ sở kinh doanh nhỏ lẻ. Sự phổ biến của các nhà thuốc vừa và nhỏ dẫn đến các vấn đề về chuyên môn y tế và khả năng tư vấn trong ngành này. Cụ thể, mặc dù quy định yêu cầu mọi nhà thuốc cần phải có một dược sĩ được cấp phép, nhưng không yêu cầu dược sĩ đó phải có mặt tại nhà thuốc trong mọi lúc. Thực trạng này, cùng với việc giám sát còn lỏng lẻo, dẫn đến (1) các dược sĩ có chứng chỉ cho chủ nhà thuốc thuê bằng của họ nhưng không thực sự làm việc tại các nhà thuốc đó và (2) một chứng chỉ dược sĩ có thể được cho nhiều nhà thuốc thuê cùng một lúc. Thực trạng này giải thích tại sao Việt Nam nằm trong số ít quốc gia có ít dược sĩ hơn nhà thuốc.

Hình 23: Số lượng các nhà thuốc và dược sĩ mỗi 10.000 dân

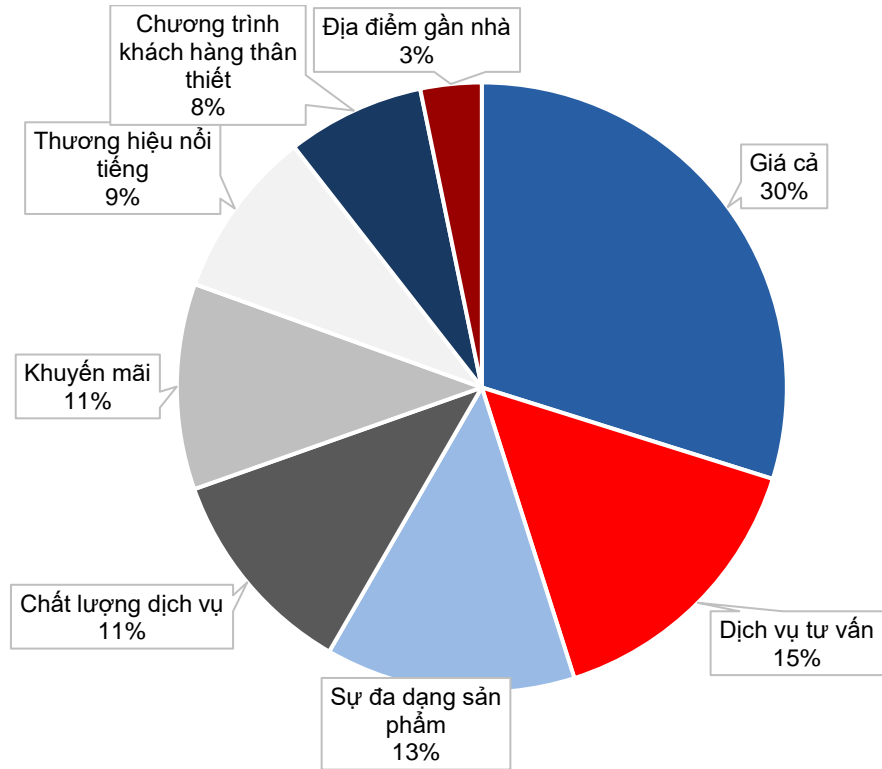


Nguồn: WHO (cập nhật năm 2021), VCSC tổng hợp

Các chuỗi nhà thuốc đang ngày càng chiếm nhiều thị phần hơn với việc mở rộng mạnh mẽ. Dựa trên ước tính của chúng tôi, 2 chuỗi lớn nhất (Pharmacy và Long Châu) có tổng thị phần ở mức một chữ số trung bình/cao vào năm 2020. Tuy nhiên, với sự mở rộng hiện diện nhanh chóng, chúng tôi kỳ vọng thị phần của các chuỗi này sẽ nhanh chóng tăng trong tương lai - đạt mức 2 chữ số vào năm 2021. Pharmacy đặt mục tiêu có tổng cộng 5.000 cửa hàng vào năm 2025 (từ 513 cửa hàng tại cuối năm 2020) trong khi Long Châu dự kiến sẽ mở 150-200 cửa hàng mới mỗi năm trong vài năm tới (so với số cửa hàng vào cuối 2020 trong tổng số 200 cửa hàng).

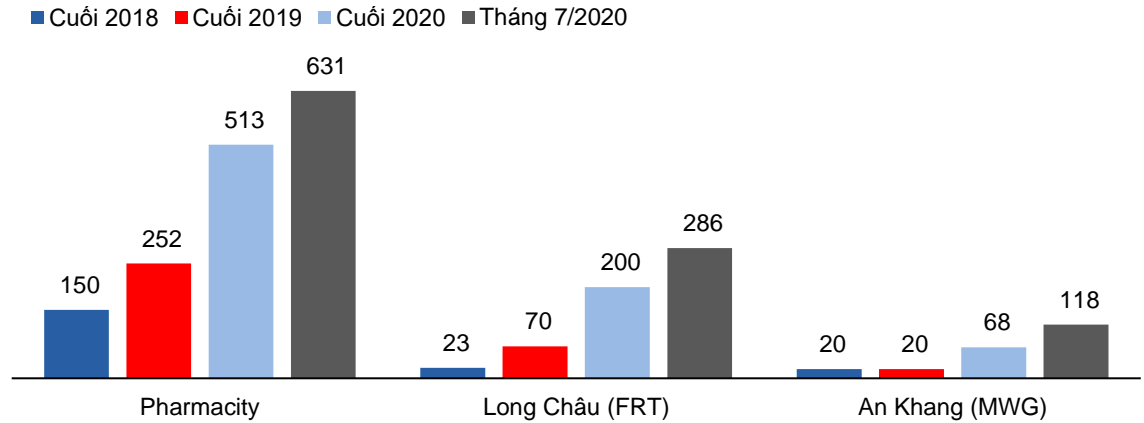
Từ quan điểm của người tiêu dùng, trong khi giá cả vẫn là yếu tố ảnh hưởng nhiều nhất đến quyết định mua hàng, chúng tôi tin rằng khi thu nhập tăng lên, các yếu tố như chất lượng dịch vụ, khả năng tư vấn, sự đa dạng sản phẩm và các chương trình khách hàng thân thiết sẽ ngày càng trở nên quan trọng và hỗ trợ sự phát triển của chuỗi nhà thuốc.

Hình 24: Các yếu tố mà người tiêu dùng quan tâm nhất khi lựa chọn nhà thuốc



Nguồn: Khảo sát của YouNet Media dựa theo trao đổi trên các kênh truyền thông mạng xã hội trong năm 2020 (N = 4,657)

Hình 25: Số lượng các chuỗi nhà thuốc lớn



Nguồn: Thông tin từ công ty, VCSC tổng hợp

Sự gia tăng của các chuỗi trên toàn quốc có thể gây một số áp lực lên biên lợi nhuận của các nhà sản xuất dược phẩm - đặc biệt là những công ty phụ thuộc vào kênh phân phối dược phẩm. Điều này là do khi quy mô của các chuỗi toàn quốc này mở rộng, khả năng thương lượng của nhà thuốc và nhà cung cấp sẽ tăng, do đó sẽ cho phép các chuỗi nhà thuốc đàm phán các điều khoản thương mại thuận lợi hơn.

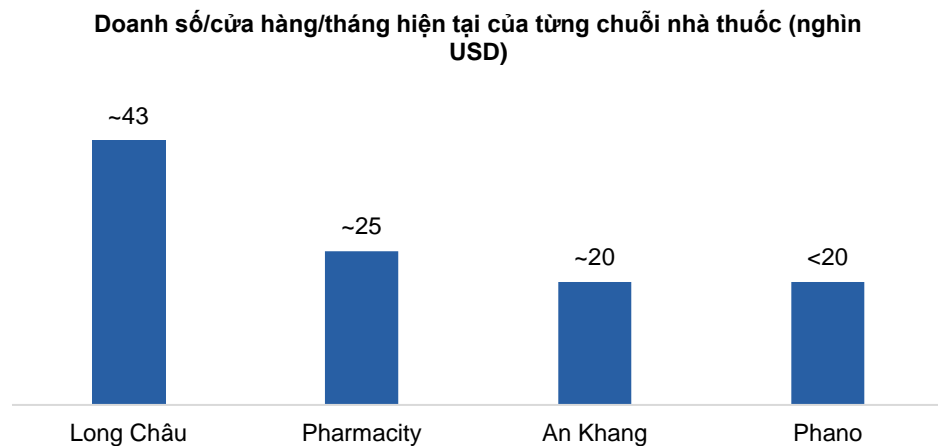
Các chuỗi nhà thuốc hàng đầu đang vận hành các mô hình cửa hàng khá khác nhau. Pharmacy vận hành các mô hình nhà thuốc “hiện đại” giống với các mô hình nhà thuốc ở các nước phát triển; ngoài ra, danh mục các sản phẩm FMCG là khá nổi bật. Trong khi đó, chúng tôi xem các mô hình cửa hàng Long Châu và An Khang là phiên bản nâng cấp của một nhà thuốc truyền thống. Tuy nhiên, trong khi Long Châu đang mở các cửa hàng độc lập, các cửa hàng An Khang đang được tích hợp với một số cửa hàng bách hóa của MWG để tận dụng lưu lượng khách hàng và mặt bằng cửa hàng (Hình 26).

Hình 26: So sánh giữa các mô hình nhà thuốc

	Các nhà thuốc nhỏ lẻ	Chuỗi nhà thuốc truyền thống	Chuỗi nhà thuốc hiện đại
Loại sản phẩm	Tập trung vào thuốc thông thường (ví dụ: thuốc kháng sinh, thuốc giảm đau và thuốc hạ sốt).	Phạm vi sản phẩm rộng hơn so với các cửa hàng thuốc nhỏ lẻ - đặc biệt là thực phẩm bổ sung và thuốc kê đơn - nhằm thu hút các toa thuốc có giá trị lớn từ bệnh viện.	Đa dạng các sản phẩm FMCG (ví dụ: chăm sóc cá nhân, chăm sóc sắc đẹp, sản phẩm chăm sóc em bé và thậm chí cả đồ uống không cồn). Mức độ đa dạng của thuốc thường thấp hơn so với các chuỗi nhà thuốc truyền thống.
Mô hình cửa hàng	Chủ yếu là dưới 50 m ² . Tất cả các hoạt động tư vấn khách hàng và lên đơn thuốc đều được thực hiện tại quầy.	Chủ yếu là dưới 50m ² nhưng lớn hơn so với các hiệu thuốc bình dân. Tất cả các hoạt động tư vấn khách hàng và lên đơn đều được thực hiện tại quầy.	Quy mô cửa hàng khác nhau, từ 20-40 m ² /cửa hàng, 40-70 m ² /cửa hàng đến hơn 70 m ² /cửa hàng. Đối với các sản phẩm không phải là thuốc, không gian trưng bày giống như các cửa hàng tiện lợi.
Chất lượng tư vấn	Đối với nhiều cửa hàng, khả năng tư vấn và lên đơn thuốc của nhân viên còn nhiều vấn đề. Việc đào tạo nhân viên chủ yếu được thực hiện trên cơ sở “cầm tay chỉ việc”.	Việc tuyển dụng dược sĩ nghiêm ngặt hơn so với các hiệu thuốc nhỏ lẻ. Ngoài đào tạo thực hành, nhân viên còn được cung cấp các khóa đào tạo.	Việc tuyển dụng dược sĩ nghiêm ngặt hơn so với các hiệu thuốc nhỏ lẻ. Ngoài đào tạo thực hành, nhân viên còn được cung cấp các khóa đào tạo.
Chất lượng sản phẩm và giá cả	Tồn tại vấn đề về chất lượng và nguồn gốc của thuốc. Giá bán nhìn chung thấp hơn so với các chuỗi nhờ vốn đầu tư thấp. Không có chương trình khách hàng thân thiết.	Nguồn gốc sản phẩm rõ ràng, tạo niềm tin cho người tiêu dùng. Có giá bán nhìn chung cao hơn so với các hiệu thuốc nhỏ lẻ. Có các chương trình khách hàng thân thiết.	Nguồn gốc sản phẩm rõ ràng, tạo niềm tin cho người tiêu dùng. Mức giá nhìn chung cao nhất trong số tất cả các định dạng nhà thuốc. Có các chương trình khách hàng thân thiết
Các công ty đáng chú ý		Long Châu, An Khang, Phano	Pharmacy

Nguồn: VCSC

Hình 27: Long Châu là chuỗi dẫn đầu tính theo doanh số/cửa hàng nhờ đa dạng sản phẩm – đặc biệt là thuốc kê đơn



Nguồn: FRT, VCSC ước tính

Hình 28: Bên ngoài của một cửa hàng thuốc tư nhân (bên trái) và Pharmacy (phải)



Nguồn: VCSC tổng hợp

Hình 29: Bên ngoài của một cửa hàng thuốc Long Châu (bên trái) và An Khang (phải)



Nguồn: VCSC tổng hợp

Hình 30: Bên trong một nhà thuốc Long Châu (trái) và Pharmacy (phải)



Nguồn: VCSC tổng hợp

Cổ phiếu có liên quan trong danh mục theo dõi của chúng tôi

DHG: Định giá hấp dẫn cùng với triển vọng ổn định [KHẢ QUAN +16,0%]

Báo cáo cập nhật mới nhất của chúng tôi về [DHG - Định giá hấp dẫn cùng với triển vọng ổn định](#), ngày 11/8/2021.

DHG có định giá hấp dẫn với P/E năm 2021/2022 là 17,2 lần/16,1 lần so với mức trung bình 5 năm là 18,7 lần và mức trung bình 5 năm của các công ty cùng ngành là 18,4 lần. Chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng lợi nhuận trung bình một con số mỗi năm của DHG, chủ yếu sẽ được thúc đẩy bởi sự hiện diện lâu dài và rộng rãi trong kênh nhà thuốc, giá trị thương hiệu mạnh cũng như hỗ trợ sản phẩm từ Taisho (cổ đông kiểm soát của DHG) trong thuốc điều trị các bệnh đời sống đang tăng trưởng nhanh như thuốc thần kinh, tim mạch và tiêu hóa.

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu sản phẩm tự sản xuất của DHG sẽ tăng trưởng thấp hơn so với ngành (CAGR 2020-2023 7% đối với DHG so với 8% đối với toàn ngành, theo IQVIA) do DHG có sự hiện diện thấp tại kênh bệnh viện vốn đang tăng trưởng nhanh hơn, vốn chỉ chiếm khoảng 14% doanh thu của DHG vào năm 2020.

DHG đang xây dựng nhà máy sản xuất thuốc kháng sinh theo tiêu chuẩn GMP Nhật Bản để mở rộng thị trường tiêu thụ tại kênh bệnh viện. Nhà máy này sẽ cho phép công ty tham gia vào đấu thầu thuốc tại các Nhóm chất lượng cao (Nhóm 1 và Nhóm 2). Tuy nhiên, nhà máy mới này sẽ đi vào hoạt động vào cuối năm 2024; do đó, chúng tôi không kỳ vọng doanh thu từ kênh bệnh viện của DHG sẽ cải thiện đáng kể trong thời gian tới.

IMP: Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ nhờ công nghệ sản xuất hàng đầu và công suất dồi dào [KHẢ QUAN +11,3%]

Báo cáo cập nhật mới nhất của chúng tôi về [IMP - Triển vọng tích cực dù đối mặt với thách thức do dịch COVID-19 trong ngắn hạn](#) vào ngày 06/08/2021.

Chúng tôi dự báo IMP sẽ đạt CAGR EPS 24% giai đoạn 2020-2023 nhờ vào lợi thế cạnh tranh về công nghệ sản xuất đạt chuẩn EU-GMP và môi trường chính sách thuận lợi. Chúng tôi dự báo hiệu suất hoạt động của các nhà máy EU-GMP của IMP sẽ tăng từ khoảng 25% vào năm 2020 lên khoảng 50% vào năm 2023 và biên LN gộp sản phẩm tự sản xuất của IMP sẽ tăng từ 41,0% vào năm 2020 lên 42,6% vào năm 2023 trong khi ROIC sẽ tăng từ 16,3% năm 2020 đến 27,0% năm 2023.

Triển vọng mạnh mẽ tại kênh bệnh viện thể hiện qua giá trị trúng thầu tăng cao của IMP. Trong 6 tháng đầu năm 2021, IMP đã giành được 1,1 nghìn tỷ đồng giá trị hợp đồng trong gói thầu thuốc bệnh viện. 97% giá trị này đến từ thuốc Nhóm 1 và 2 - bậc cao nhất về chất lượng thuốc trong kênh bệnh viện. Theo quan điểm của chúng tôi, bất chấp những khó khăn hiện tại từ dịch COVID-19, thực tế là giá trị trúng thầu của IMP trong 6 tháng 2021 tương đương với 120% giá trị trúng thầu của cả năm 2020 là chỉ báo tốt cho tăng trưởng trung hạn của công ty. Chúng tôi dự báo tỷ trọng đóng góp của kênh bệnh viện vào tổng doanh thu sẽ tăng từ 41% vào năm 2020 lên 64% vào năm 2023.

Hình 31: DHG và IMP so với các công ty cùng ngành

tr USD Công ty	GTVH	Doanh thu trượt	YoY %	LNST trượt	YoY %	Nợ ròng/ Vốn CSH x	EV/ EBITDA trượt	ROE %	P/E trượt	P/B quý gần nhất
DHG	572	175	5,5	34	14,1	-0,5	11,6	22,8	17,3	3,8
PME	272	94	20,4	15	9,7	0,0	12,5	17,4	18,1	3,0
IMP	217	60	-3,1	9	16,8	-0,1	14,3	11,6	25,8	2,9
TRA	165	90	18,1	10	36,0	-0,3	8,8	18,8	18,1	3,3
DBD	122	53	-3,0	7	13,5	-0,1	12,1	16,3	15,8	2,3

Nguồn: Bloomberg, VCSC (dữ liệu tính đến ngày 14/10/2021)

FRT: Triển vọng sinh lời rõ ràng hơn từ mảng nhà thuốc [KÉM KHẢ QUAN - 15,0%]

Báo cáo cập nhật mới nhất của chúng tôi về [FRT - Chuỗi nhà thuốc khả quan nhưng giá cổ phiếu tăng quá đà](#) vào ngày 31/08/2021.

Chuỗi Long Châu đang nhìn thấy triển vọng sinh lời rõ ràng hơn. Mặc dù tăng số lượng cửa hàng lên 268 trong nửa đầu năm 2021 so với năm 200 cửa hàng tính đến cuối 2020 và 70 cửa hàng vào cuối năm 2019, chúng tôi ước tính doanh thu hàng tháng/cửa hàng của Long Châu đã cải thiện từ 750 triệu đồng trong năm 2020 lên 1 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2021 trong khi chi phí bán hàng và quản lý/ doanh thu giảm từ 25,8% trong năm 2020 xuống 21,7% trong 6 tháng đầu năm 2021. Chúng tôi cho rằng những cải thiện này một phần là do tăng trưởng doanh thu tích cực của các cửa hàng mới - đặc biệt là các cửa hàng mở vào năm 2020. Chúng tôi cho rằng chuỗi Long Châu có thể đạt được điểm hòa vốn vào khoảng cuối năm 2022 đến đầu năm 2023, được hỗ trợ bởi biên LN gộp gia tăng nhờ quy mô lớn hơn và cơ cấu sản phẩm tốt hơn, sự trưởng thành của các cửa hàng mới và đòn bẩy hoạt động. Theo dự báo của chúng tôi, Long Châu sẽ đóng góp 35%/42% vào doanh thu và LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 của FRT.

Quan điểm thận trọng của chúng tôi về FRT dựa trên triển vọng kinh doanh mảng di động vốn đang chững lại. Mảng kinh doanh di động của FRT đang đối mặt với tốc độ tăng trưởng của ngành chững lại cũng như sự cạnh tranh gia tăng từ công ty dẫn đầu thị trường là MWG, vốn đang tiếp tục gia tăng điểm bán điện thoại di động qua các cửa hàng điện máy tiêu dùng. Với tình hình này và việc FRT chưa có các kế hoạch rõ ràng để thúc đẩy SSSG, chúng tôi dự báo tăng trưởng doanh thu hàng năm ở mức một chữ số thấp trong trung hạn cho mảng kinh doanh di động của FRT. Dựa trên quan điểm này, chúng tôi cho rằng định giá hiện tại của FRT (P/E 2021/2022 là 41,7/25,5 lần) là khá cao.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Trần Thái Sơn xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP, HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116
- Hoàng Minh Tú, Chuyên viên, ext 139
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Trần Thái Sơn, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh & Hà Nội

Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, TP, HCM
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364

- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124

- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Phan Hà Gia Huy, Chuyên viên, ext 173

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.